

**BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA**



**LA CREACION  
DEL BANCO CENTRAL  
y la experiencia  
monetaria argentina  
entre los años 1935 - 1943**

**1972**

LA CREACION DEL BANCO CENTRAL  
Y LA EXPERIENCIA  
MONETARIA ARGENTINA  
ENTRE LOS AÑOS 1935 - 1943

Volumen I

**BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA**



**LA CREACION  
DEL BANCO CENTRAL  
y la experiencia  
monetaria argentina  
entre los años 1935-1943**

## ADVERTENCIA AL LECTOR

*Las páginas de esta obra están numeradas correlativamente; desde la página 1 hasta la 588 forman el primer volumen, desde la 589 hasta la 1382, el segundo. Lo mismo vale para las llamadas: de la 1 a la 72, el primer volumen; de la 73 a la 93, el segundo. Las llamadas con asterisco corresponden a las notas finales de cada parte del segundo libro del primer volumen (parte segunda, pág. 357; parte tercera, pág. 417; parte cuarta, pág. 543; parte quinta, pág. 585).*

Hecho el depósito que  
marca la  
Ley N° 11.723

Impreso en la Argentina  
Buenos Aires

## CONTENIDO

<b>Volumen Primero</b>	
<b>PROLOGO</b>	1
<b>PREMISAS</b>	3
Algunas características del panorama económico-financiero internacional entre las dos guerras mundiales	
<b>LIBRO I</b>	
La política monetaria según las memorias del Banco Central	
<b>CAPITULO I</b>	
Las funciones reguladoras del Banco Central	13
1. Una nueva fase ascendente. — 2. El superávit del balance de pagos. — 3. Los bonos consolidados como instrumento de absorción. — 4. Procedimiento de las licitaciones. — 5. Otras formas de absorción de fondos. —	
<b>CAPITULO II</b>	
Influencia de las medidas reguladoras sobre la situación monetaria-crediticia	25
6. La situación bancaria general. — 7. La circulación monetaria. — 8. Alternativas del mercado de cambios. —	

<b>CAPITULO III</b>		
Política de cambios		33
9. La anomalía monetaria del mundo. —		
10. El régimen dual de cambios. —		
11. Intervención del Banco Central en el mercado libre. —		
12. La transformación del balance de pagos en el mercado libre. —		
13. Los fondos flotantes internacionales. —		
14. Aislamiento de los fondos flotantes. —		
15. Sólo el mercado oficial influye en los precios internos. —		
16. Función de las reservas del mercado oficial. —		
<b>CAPITULO IV</b>		
La política de absorción de fondos		49
17. Medios de pago e importaciones. —		
18. El exceso de fondos bancarios. —		
19. Cifras de certificados. —		
20. Recursos para operaciones futuras. —		
21. Peligros de la expansión del crédito. —		
22. Trastornos producidos por el déficit presupuestario. —		
<b>CAPITULO V</b>		
El ciclo económico y la política monetaria		59
23. Elementos típicos de nuestro ciclo económico. —		
24. Medios de pago e importaciones. —		
25. Trastornos debidos a la expansión del crédito. —		
26. El crédito bancario normal. —		
27. Inmovilizaciones transitorias del crédito normal. —		
28. Diferencia entre crédito y ahorro. —		
29. El ciclo de los trastornos monetarios. —		
<b>CAPITULO VI</b>		
La absorción monetaria y el problema cíclico		77
30. Absorción de fondos bancarios. —		
31. Estimulo de la actividad económica interna. —		
32. La absorción de poder adquisitivo. —		
33. Atenuación de las fluctuaciones cíclicas. —		

<b>CAPITULO VII</b>		
Consecuencias del estallido de la segunda guerra mundial		89
34. Desequilibrio del balance de pagos. —		
35. Necesidad de una política crediticia prudente. —		
<b>CAPITULO VIII</b>		
Las medidas de emergencia al iniciarse la guerra		95
36. Actividades bursátiles. —		
37. Medidas de orden bancario. —		
38. Las medidas monetarias. —		
1º <i>El peso y la libra.</i> —		
2º <i>El riesgo de cambio.</i> —		
3º <i>Los excedentes de cambio.</i> —		
4º <i>Arreglo de pagos con Francia.</i> —		
5º <i>El país frente al régimen de compensaciones.</i> —		
<b>CAPITULO IX</b>		
El mercado de títulos		111
39. La situación del mercado. —		
40. La organización del consorcio. —		
<b>CAPITULO X</b>		
Nuevas medidas ante la intensificación del conflicto bélico		117
41. Problemas monetarios. —		
42. Problemas económicos. —		
<b>CAPITULO XI</b>		
Los problemas originados por la continuación del conflicto europeo		123
43. Las actividades bursátiles. —		
44. Política de crédito. —		
45. Balance de pagos. —		
1º <i>Problemas planteados por la guerra.</i> —		
2º <i>Los pagos con los países con convenios de compensación.</i> —		
3º <i>Perspectivas del mercado oficial en la zona de divisas de libre disponibilidad.</i> —		
46. Los créditos obtenidos en los Estados Unidos. —		

<b>CAPITULO XII</b>		
Profundas alteraciones de la economía argentina provocadas por la guerra		137
47. Por qué se mantiene la actividad económica. — 48. El poder de compra que el Estado pone en movimiento. —		
49. Hay divisas, pero faltan mercaderías. — 50. La escasez de materiales básicos y la necesidad de racionarlos. — 51. Las divisas en segundo plano. — 52. Prudente limitación en el incremento de poder de compra. — 53. Conviene tomar medidas de previsión. — 54. La transformación de fondos a largo plazo en recursos líquidos. — 55. Las divisas bloqueadas y el trueque. — 56. Fallas fundamentales de los arreglos de trueque o compensación. —		
57. El problema subsiste y puede agravarse. —		
58. Las circunstancias no permitirán vender sistemáticamente más de lo que se compra. —		
<b>CAPITULO XIII</b>		
Desenvolvimiento de la economía argentina		155
59. Un elemento compensador en la actividad económica. — 60. Intenso crecimiento de la industria. — 61. Los combustibles. —		
62. Desarrollo de las construcciones. — 63. El poder de compra, la industria y los precios. — 64. Necesidad de corregir el déficit fiscal. —		
<b>CAPITULO XIV</b>		
La moneda, los bancos y la bolsa		167
65. Medios de pago y velocidad de circulación. —		
66. Factores internos y externos en el crecimiento de los medios de pago. —		
67. Creación de medios de pago contra oro y divisas. — 68. El problema de las libras bloqueadas. — 69. El oro y divisas como respaldo monetario. — 70. No ha sido necesario el redescuento. — 71. La política de absorción y las necesidades del Tesoro. —		

72. Holgada situación de los bancos. —		
73. El Banco de la Nación y la financiación de las cosechas. — 74. La emisión de billetes contra títulos. — 75. Intervención del Banco Central en la Bolsa. — 76. Diversificación de los papeles del Tesoro. —		
<b>CAPITULO XV</b>		
Algunos problemas de la posguerra		193
77. Hay que evitar violentas contracciones. —		
78. No son incompatibles la industria y las importaciones. — 79. Utilización racional de las divisas. — 80. Futuro de las exportaciones. — 81. El problema de atenuar las fluctuaciones económicas. — 82. Es oportuno plantear estos problemas. —		
<b>CAPITULO XVI</b>		
Exito en sortear las dificultades provocadas por el conflicto bélico		201
83. Enfoques generales. — 84. La expansión industrial y el valor global de la producción. — 85. El saldo favorable del comercio exterior ha sido muy elevado. —		
86. La expansión de los medios de pago. —		
87. Los medios de pago y los precios internos. —		
88. Ha habido esterilización de medios de pago. — 89. La política de absorción de fondos del público. — 90. Factores que han dejado de influir en el poder de compra. — 91. Debe seguirse una prudente política de crédito. — 92. Nuevos instrumentos de regulación del crédito. —		
93. La compra de las obligaciones de la Ley N° 12.817. — 94. Los problemas de posguerra. —		
<b>CAPITULO XVII</b>		
El desenvolvimiento económico y monetario de los últimos años de la segunda guerra mundial		223
95. Repercusiones sobre la economía de la Argentina. — 96. La contracción de las		

- importaciones y la actividad interna. —  
 97. Modificación de la estructura de los  
 precios, salarios y otros valores. — 98. El  
 incremento de los réditos monetarios y  
 sus consecuencias. — 99. El plan de  
 conjunto para combatir el alza de precios. —  
 100. Las medidas monetarias y la política  
 fiscal. — 101. Los medios de absorción  
 monetaria de que dispone el Banco Central. —  
 102. La política a seguir por los bancos  
 frente a la situación actual. — 103. Facultades  
 que convendría otorgar al Banco Central. —  
 104. Los problemas monetarios y económicos  
 de la posguerra. — 105. El balance de  
 pagos y la situación monetaria. —  
 106. Podrá evitarse una deflación  
 inconveniente. — 107. La utilización  
 de las reservas acumuladas. — 108. La  
 industria nacional y la composición de las  
 importaciones. — 109. Habrá solución para  
 los problemas de posguerra. —

## LIBRO 2

- Análisis de la experiencia monetaria argentina  
 (1935-1943) por el Dr. Raúl Prebisch.  
 (Conversaciones en el Banco de México S. A.  
 en el año 1944)

## PARTE PRIMERA

## Aspectos preliminares

## CAPITULO I

## Introducción

1. Necesidad de una política monetaria y  
 financiera ajustada a la realidad argentina. —  
 2. Plan de conversaciones. —

253

## CAPITULO II

Algunos antecedentes y proyectos  
de creación de un Banco Central

3. La crisis mundial. — 4. Fracaso del  
 anterior sistema monetario. — 5. Necesidad  
 de sanear la situación bancaria. —  
 6. Necesidad de sanear el mercado  
 financiero. — 7. Dispersión de los  
 elementos de un Banco Central. —  
 8. Quiebra de la confianza. —  
 9. Algunos proyectos antecedentes. —  
 10. El proyecto Niemeyer. —

259

## PARTE SEGUNDA

## El control de cambios

## CAPITULO III

## Bases de análisis

11. Característica general del control de  
 cambios. — 12. Sistema de exposición. —

273

## CAPITULO IV

Acontecimientos que impusieron  
el control de cambios

13. Abandono del patrón oro en 1929. —  
 14. Medidas ortodoxas contra la crisis. —

277

## CAPITULO V

## Las cinco fases del sistema de control

15. Aspectos conceptuales. — 16. Primera  
 fase: fijación de un tipo rígido. — 1º *El  
 control total.* — 2º *Estabilización artificial  
 del valor de la moneda (tipo de cambio  
 rígido).* — 3º *Inexperiencia e improvisación.* —  
 4º *Incidencia desastrosa de la baja de precios.* —  
 5º *La bolsa negra de cambio.* — 17. Segunda  
 fase: modificación del sistema original. —  
 1º *Nuevas ideas.* — 2º *Los dos mercados  
 de cambio.* — 3º *Los tipos de cambio  
 en el mercado oficial.* — 4º *Sentido de*

283

*transitoriedad.* — 5º *La influencia sobre los precios.* — 6º *Eliminación de los fondos bloqueados.* — 18. Tercera fase: alojamiento de las restricciones. — 1º *Ajuste del balance de pagos.* — 2º *Nueva fase ascendente.* — 3º *Los convenios de pago.* — 4º *Funcionamiento del mercado libre.* — 5º *Disminución de las reservas monetarias.* — 19. Cuarta fase: recrudescimiento de las restricciones. — 1º *Necesidad de nuevas restricciones.* — 2º *Primeras consecuencias de la guerra.* — 3º *Régimen de las importaciones.* — 4º *El régimen de licitaciones de cambio.* — 5º *Corporación para fomentar el intercambio.* — 20. Quinta fase: desaparición del control de importaciones. — 1º *Reacción del mercado libre.* — 2º *Exportaciones "no regulares".* — 3º *Los fondos exteriores.* — 4º *Dificultades de importar bienes de capital.* — 5º *Esencia del régimen restrictivo.* — 6º *Comienzos de un mercado negro.* —

## CAPITULO VI

Análisis crítico del sistema de control de cambios

319

21. Bases del análisis. — 22. Funcionamiento de los mercados: oficial y libre. — 1º *Evolución del sistema hacia el movimiento de los tipos de cambio.* — 2º *La diversificación de los tipos de cambio.* — 3º *Tanteos y experiencias.* — 4º *Los tipos de cambio a partir de 1941.* — 5º *Estabilidad de tipos de exportación.* — 6º *Inconsistencia en la política del mercado libre.* — a) *La primera experiencia.* — b) *La segunda experiencia.* — 7º *Exportaciones e importaciones fuera del mercado libre.* — 8º *Control y proteccionismo.* — 23. Resultados del control de cambios. — 24. Funcionamiento administrativo del control de cambios. — 1º *Organización técnico-administrativa en general.* — 2º *Ministerio de Hacienda.* —

3º *Comisión de Afijos.* — 4º *Comisión de Divisas.* — 5º *Descentralización.* — 6º *La Oficina de Control de Cambios.* — 7º *El Banco Central.* — 8º *Los bancos y entidades que operan en cambios.* — 9º *Los corredores de cambio.* — 10. *Los exportadores.* — 11. *Los importadores.* — 12. *Las aduanas.* — 13. *La Dirección de Réditos.* — 25. Estructura y función de la Oficina de Control de Cambios. —

## PARTE TERCERA

La política monetaria interna

## CAPITULO VII

Aspectos generales

377

26. Evolución de los conceptos de política monetaria interna. — 1º *Experiencias de la regulación monetaria.* — 2º *La política ortodoxa.* — 3º *Nueva orientación circunstancial en 1933.* — 27. Banco Central de tipo ortodoxo. —

## CAPITULO VIII

Etapas de la política monetaria

383

28. Desarrollo de los ciclos económicos en la Argentina. — 29. Primera etapa: la política de absorción en la fase cíclica ascendente. — 1º *La absorción de fondos.* — 2º *El Fondo de Divisas.* — 3º *Repatriación de la deuda en dólares.* — 4º *Influencia del Banco Central sobre los bancos.* — 30. Segunda etapa: la de transición. — 1º *Política monetaria en la fase ascendente en general.* — 2º *Comienzo de una fase depresiva.* — 3º *Estabilidad interna y equilibrio del balance de pagos.* — 31. Tercera etapa: la política expansiva del crédito. — 1º *Perturbaciones iniciales de la guerra.* — 2º *El plan de reactivación económica.* — 3º *Combinación de la política monetaria interna con la de control de cambio.* —

<b>PARTE CUARTA</b>	
Lineamientos de una política monetaria nacional	
<b>CAPITULO IX</b>	
Desarrollo del análisis	
32. Objetivo. — 33. Método. —	427
<b>CAPITULO X</b>	
Política de cambios	
34. Movimiento cíclico de las importaciones. — 1º <i>Ajuste de las importaciones a la capacidad de pago.</i> — 2º <i>Efecto de la depreciación monetaria.</i> — 3º <i>Gradación de las importaciones.</i> — 35. Movimiento de los tipos de cambio. — 1º <i>Ventajas.</i> — 2º <i>Procedimiento de hacer flexibles los tipos de cambio.</i> — 3º <i>Funcionamiento de las licitaciones de cambio.</i> — 4º <i>Aforos para el cambio de importación.</i> — 36. Regulación cuantitativa de las importaciones. —	433
<b>CAPITULO XI</b>	
Coordinación de la política económica y la de cambios	
37. Peligro de una política de cambios no coordinada. — 1º <i>Aspectos del proteccionismo.</i> — 2º <i>Autarquía - libre cambio.</i> — 3º <i>Problema del fomento de la industria sustitutiva.</i> — 38. Política en caso de exportaciones crecientes. — 1º <i>Incremento de las importaciones.</i> — 2º <i>Medios de disminuir la vulnerabilidad de la economía.</i> — 3º <i>Complejidad de una política no adecuada.</i> — 39. Política en caso de exportaciones estacionarias. — 1º <i>Problemas del desarrollo.</i> — 2º <i>Inversiones de capital extranjero.</i> — 40. Enfoques acerca del crecimiento económico nacional. — 1º <i>Papel de la política monetaria interna.</i> — 2º <i>Los derechos protectores.</i> — 3º <i>La política de cambio en el mercado libre.</i> — 4º <i>Transacciones del</i>	451

<i>mercado libre.</i> — 5º <i>El ingreso de capital y los servicios financieros.</i> — 6º <i>Absoluta libertad del mercado.</i> — 41. Alcances de la política económica. — 1º <i>Diversidad entre política económica y la de cambios.</i> — 2º <i>Enfoques acerca de la política cíclica.</i> —	
<b>CAPITULO XII</b>	
La política de cambios en la transición inicial de la posguerra	
42. Las importaciones. — 43. Control transitorio de la salida de fondos. —	473
<b>CAPITULO XIII</b>	
La política monetaria interna	
44. Repercusión de la evolución de las exportaciones en las actividades internas. — 45. Los gastos cíclicos. — 1º <i>Coordinación de la política monetaria con la financiera del Estado.</i> — 2º <i>Desarrollo del proceso expansivo.</i> — 3º <i>El ajuste de los gastos cíclicos en la fase ascendente.</i> — 4º <i>Posible exageración de los gastos cíclicos.</i> — 46. La interferencia financiera del Estado en la política monetaria. — 1º <i>La política financiera y la política cíclica.</i> — 2º <i>Los distintos regímenes frente a la exageración de los gastos cíclicos.</i> — 3º <i>La capacidad expansiva del crédito.</i> — 4º <i>Autoridad moral del Banco Central frente al Gobierno.</i> — 47. Otros aspectos de la política monetaria interna. — 1º <i>La absorción de fondos por el Banco Central.</i> — 2º <i>Obligación de mantener reservas en efectivo relativas a los nuevos depósitos.</i> — 3º <i>El redescuento y la política expansiva.</i> —	479
<b>CAPITULO XIV</b>	
La política monetaria y el crecimiento de la economía nacional	
48. Problemas de la promoción de un crecimiento continuado. — 1º <i>El impulso de</i>	501

*la demanda exterior. — 2º La industria como elemento de expansión económica y demográfica. — 3º Las posibilidades de inmigración. — 4º Límites de la política de crecimiento. —*

## CAPITULO XV

**La unidad de concepción y ejecución de la política monetaria, financiera y económica**

511

50. Dispersión de funciones. — 51. Un nuevo Ministerio de Economía y Finanzas. —

## CAPITULO XVI

**La política monetaria nacional y los planes monetarios internacionales**

517

52. Compatibilidad de lo internacional con lo nacional. — 53. Un sistema de créditos internacionales. — 1º *Planes de White y Keynes.* — 2º *El concepto anticíclico en los planes.* — 54. Desequilibrio del resto del mundo con Estados Unidos. — 1º *Condiciones del funcionamiento del patrón oro.* — 2º *Causas del desequilibrio.* — 3º *Importaciones y plena ocupación.* — 4º *Los planes de White y Keynes y la plena ocupación en Estados Unidos.* — 5º *Peligros inflacionistas del Plan Keynes.* — 6º *Posición comprensible de los Estados Unidos.* — 7º *Necesidad de realizar inversiones en el resto del mundo.* — 8º *La tesis Kindleberger.* — 55. Consecuencias de una política expansiva en los demás países. — 1º *Distinta situación para seguir una política expansiva.* — 2º *Los créditos internacionales y la política de cambios.* — 3º *Una solución razonable.* — 4º *Estabilidad del tipo de cambio para exportaciones.* — 5º *Juicio general sobre los planes de White y Keynes.* —

## PARTE QUINTA

**El Banco Central como agente financiero del Gobierno Nacional**

## CAPITULO XVII

**El Banco como consejero y ejecutor de las operaciones del Tesoro**

559

56. Enfoques conceptuales. — 57. Estado de cosas anterior al Banco Central. — 58. Medidas adoptadas por el Tesoro y el Banco Central. — 1º *Organización del consorcio de valores.* — 2º *Difusión pública de las ventajas de los títulos.* —

## CAPITULO XVIII

**Regulación del mercado**

571

59. Instrumentos de la regulación. — 1º *Presencia del Banco Central en el mercado.* — 2º *La Comisión de Valores.* — 3º *Diversificación de papeles.* — 60. La técnica de la emisión de títulos. —

CONTENIDO

Volumen Segundo

APENDICE

PARTE PRIMERA

La Inspección de Bancos y la Oficina de  
Investigaciones Económicas por el Dr. Raúl  
Prebisch (Conversaciones en el Banco de  
México S. A. el 7 de marzo de 1944)

CAPITULO I

Las funciones del Banco Central

597

CAPITULO II

La Inspección de Bancos en el Banco Central

603

CAPITULO III

La Oficina de Investigaciones Económicas

613

CONTENIDO

PARTE SEGUNDA

Antecedentes de la creación del Banco Central de la República Argentina

CAPITULO IV

Mensaje al H. Congreso de la Nación

1. Los elementos dispersos de un Banco Central. — 2. Los hechos típicos de la moneda argentina y las funciones del Banco Central. — 3. Constitución y operaciones del Banco Central. — 4. La emisión de billetes y la garantía metálica. — 5. Las operaciones prohibidas y los préstamos del Banco al Estado. — 6. Relaciones entre el Gobierno y el Banco Central. — 7. Conclusión. —

627

CAPITULO V

Proyectos

1. Proyecto de Uriburu. — 2. Proyecto de Niemeyer. — 3. Proyecto del Poder Ejecutivo. —

659

CAPITULO VI

Documento acerca de la Comisión que elaboró en 1931 un anteproyecto de creación de un Banco Central (Proyecto de Uriburu)

695

CAPITULO VII

Debate parlamentario

1. En la H. Cámara de Diputados. —  
Abril 26 y 27 de 1932, 11ª Reunión,  
10ª Sesión extraordinaria.  
Abril 27 de 1932, 12ª Reunión,  
11ª Sesión extraordinaria.  
Febrero 27 de 1935, 75ª Reunión,  
16ª Sesión extraordinaria.  
Febrero 28 y Marzo 1º de 1935, 76ª Reunión,  
17ª Sesión extraordinaria.

699

701

815

881

975

CONTENIDO

Marzo 1º de 1935, 77ª Reunión,  
continuación de la 17ª Sesión extraordinaria.

1063

2. En la H. Cámara de Senadores. —

Enero 19 de 1935, 74ª Reunión,  
13ª Sesión extraordinaria.

1163

Enero 22 de 1935, 75ª Reunión,  
14ª Sesión extraordinaria.

1165

Enero 29 de 1935, 76ª Reunión,  
15ª Sesión extraordinaria.

1171

Enero 30 de 1935, 77ª Reunión,  
continuación de la 15ª Sesión extraordinaria.

1243

Enero 31 de 1935, 78ª Reunión,  
continuación de la 15ª Sesión extraordinaria.

1303

Marzo 21 de 1935, 79ª Reunión,  
16ª Sesión extraordinaria.

1319

CAPITULO VIII

Ley de creación (12.155)

1355

CAPITULO IX

Ley de organización (12.160)

1373

INDICES

1383

Cuadros estadísticos  
Representaciones gráficas  
Alfabético de personas  
Alfabético de materias

## PROLOGO

Una de las tareas más difíciles y, por lo mismo, de mayor responsabilidad intelectual, es escribir historia. Los hechos que constituyen el material de esa disciplina aparecen a menudo tergiversados por pasiones e intereses. Desde la perspectiva temporal los acontecimientos muchas veces surgen con colorido y contorno diversos, de los que tuvieron en la realidad.

Lo dicho vale muy especialmente para la historia económica. Allí, cada medida, cada decisión, cada hecho, están estrechamente ligados a la circunstancia, es decir, a los sucesos contemporáneos. El historiador difícilmente podrá sustraerse a las influencias de su propia época y, en general, cometerá el error de juzgar los acontecimientos económicos pasados desde el enfoque de "su" presente. Por eso tienen gran importancia para la investigación de la historia económica las fuentes contemporáneas de las diversas situaciones, redactadas por aquéllos que han vivido y juzgado cada época.

La investigación económico-financiera de nuestro país es un terreno en el cual existen todavía grandes posibilidades e importantes tareas. Toda investigación debe realizarse con justo criterio, colocándose en medio de los acontecimientos. Para contribuir a tal cometido, el Banco Central ha considerado oportuno publicar trabajos relevantes relativos a su creación, que habrán de constituir una base valiosa para ulteriores análisis.

El trabajo ofrece un panorama integral de los antecedentes de la creación del Banco Central, así como de los primeros diez

## PRÓLOGO

años de su existencia. Reproduce las partes esenciales de las memorias de la Institución en el período 1935-1944 y el análisis que de la política monetaria realizó el doctor Raúl Prebisch en ese último año.

Para la ilustración de estos enfoques de fundamental valor histórico, sirve la parte documental, que permite comparar el proyecto primitivo elaborado por una comisión presidida por el doctor Enrique Uriburu, Ministro de Hacienda de la Nación en 1931 y el posterior estudio que Sir Otto Niemeyer realizó a pedido del Ministro de Hacienda de la Nación doctor Alberto Hueyo, con el proyecto presentado al H. Congreso de la Nación en 1935 por el Ministro de Hacienda de la Nación doctor Federico Pinedo y con las modificaciones dispuestas por las H. Cámaras de Diputados y Senadores respectivamente. Comprende asimismo el debate parlamentario sobre el empréstito patriótico de 1932 —durante el cual se insistió en la necesidad de una reforma monetaria basada en la emisión bancaria— y el suscitado por el proyecto definitivo en 1935.

14.10.70



EGIDIO IANNELLA

## PREMISAS

### ALGUNAS CARACTERISTICAS DEL PANORAMA ECONOMICO-FINANCIERO INTERNACIONAL ENTRE LAS DOS GUERRAS MUNDIALES

Es finalidad de esta publicación entregar a los investigadores económicos una obra que contenga las fuentes más importantes acerca de la política monetaria argentina en el período 1935-1944. Para ubicar mejor al lector en los acontecimientos de ese lapso conviene recapitular en rápidos trazos la situación general económico-financiera tal como se presentó en las primeras décadas de nuestro siglo.

El régimen económico del mundo hasta la primera guerra mundial se puede caracterizar por una relativa libertad acordada a la actividad económica. Tanto interna como internacionalmente, el papel de los gobiernos en los asuntos económicos era insignificante. Como consecuencia, los mercados libres —exentos de cualquier influencia dirigista— determinaron las decisiones fundamentales acerca de la producción y distribución de los ingresos. Los precios se fijaron a través de la demanda y la oferta. Los servicios, el trabajo y el capital se consideraron también como mercaderías y valorados de la misma manera.

Tal libertad relativa fue observada especialmente en las relaciones económicas internacionales. Salvo algunas excepciones, el comercio internacional fue completamente libre. También lo fue el movimiento de las personas y de los fondos.

La modificación de las estructuras verificada en el siglo XIX y la intensificación de la división del trabajo hicieron que la actividad económica llegara a ser cada vez más compleja. Los sistemas anteriores llegaron a ser superados y ya en últimas décadas

del siglo XIX se presentan síntomas de un cambio profundo en las esferas sociales. El liberalismo dejó sitio a otro régimen social en el cual se observa una transformación de las relaciones entre el sector privado y el público. La depresión de 1873, juntamente con la acrecentada competencia internacional en el comercio exterior —tanto en el campo agrario como en el industrial— suscitaron en la mayoría de los países una política de protección en favor de la agricultura y la industria locales. La protección fue todavía suave y las tarifas aduaneras hasta 1913 resultaron mucho menores que las aplicadas después de la primera guerra mundial.

Estos primeros indicios de la transformación se fueron acentuando más y más durante la primera guerra mundial. Para caracterizar esta metamorfosis pueden mencionarse algunos de sus rasgos más importantes.

El concepto político imprimió, con creciente énfasis, su sello sobre las cuestiones económicas. Las disposiciones de intervenciones estatales realizadas bajo la presión de las necesidades de la contienda se mantuvieron en su mayoría, tal vez en forma más suavizada, también en los años de posguerra.

Se acentuó en todas partes la política de preservar el equilibrio social. Se procuró introducir sistemas de protección a los económicamente más débiles, tratando de poner freno a los eventuales abusos del liberalismo económico. Se revisaron y ampliaron las leyes laborales; se introdujo el fuero especial para los pleitos del trabajo; se generalizó y recibió sanción legal la semana de cuarenta y ocho horas; se reglamentó la ocupación de la mano de obra femenina y de los adolescentes; las vacaciones pagas; se ampliaron y mejoraron las leyes de previsión social, etc. La relación entre el empleado y empleador perdió, en general, el carácter personal que tenía antes, pues ya no resultó regida por contratos individuales, sino colectivos.

Se modificó completamente la política económica externa. Mientras que antes de 1913 ella era igual a la política aduanera, y las relaciones comerciales fuera de las fronteras se libraron al arbitrio de la libre competencia, después de la guerra se fortaleció cada vez más la intervención directa gubernamental. Comenzaron a aplicarse las diferentes medidas concebidas para influir sobre el

mercado: cuotas, contingentes, controles de cambio y convenios de pagos aparecieron en la escena del comercio internacional condicionando el movimiento de mercaderías que era hasta entonces relativamente libre.

Otra característica de la economía previa a la primera guerra mundial fue la aceptación general del sistema del patrón oro. Teóricamente todos los países adhirieron a este principio, pero en la realidad el patrón monetario mundial fue el de la libra esterlina. El comercio internacional se desarrolló casi exclusivamente en libras esterlinas y la posición de la plaza de Londres fue dominante en el sistema bancario y de seguros. El patrón oro internacional pudo ser mantenido mientras la mayor parte del comercio mundial fue financiada a través de la libra esterlina y hasta tanto las reservas del Banco de Inglaterra pudieron asegurar la convertibilidad de la moneda británica en oro.

La primera guerra mundial modificó la situación también en este sentido. La presión de las necesidades de la guerra obligó a todos los países, salvo los Estados Unidos, a abandonar el patrón oro. Los gastos bélicos fueron financiados por la expansión monetaria, lo que causó en todos los países una evolución inflatoria. El índice del costo de la vida fue en Estados Unidos en julio de 1920 de 217 frente a 100 en julio de 1914, en tanto que en Gran Bretaña alcanzó a 255, en Francia a 363 y en Alemania a 1.252.

“La inflación del circulante no tuvo en todos los países las mismas causas, aunque éstas, en última instancia son un producto de la anormalidad que la guerra trae consigo, ni se presentó en las mismas proporciones.”

“Alguna vez hemos repetido la afirmación de que Norte América, el Japón, la Argentina y otros países neutrales tuvieron una verdadera inflación de metálico, debida a los saldos favorables de sus balanzas económicas respectivas; pero los problemas que esta inflación origina (y que en cierto modo es una expresión de la riqueza de los países que la tuvieron) son diferentes tanto en su naturaleza como en su gravedad, a los originados por las excesivas emisiones de papel y la desmesurada expansión del crédito ocurridas en los países beligerantes.”

“Los procesos por los cuales la inflación se presentó, pueden

adoptarse las siguientes medidas: (1) Deben hacerse esfuerzos para iluminar la opinión pública sobre los hechos reales de la situación. El verdadero estado de las finanzas públicas debe ser revelado corrientemente. La relación viciosa entre los déficit fiscales y el costo de la vida debe ser aclarada, y debe enseñarse la importancia de la disminución de los gastos privados, y del ahorro genuino. (2) Los nuevos impuestos solo deben crearse para hacer frente a los gastos positivamente necesarios; debe cuidarse de que no disminuya en lo menos posible, el estímulo al trabajo, al ahorro y a la empresa. (3) Las deudas flotantes deben ser consolidadas y las naciones acreedoras, por interés común, deben facilitar esta acción. (4) Los nuevos empréstitos deben limitarse a los fines más prontamente remunerativos, y ser efectuados a base del ahorro genuino. (5) Para la restauración de la producción doméstica y el comercio exterior, es necesaria la seguridad interior. (6) Deben concentrarse los esfuerzos para conseguir plena eficiencia en los transportes. (7) Deben establecerse, donde no existen, nuevos bancos centrales de emisión, si es necesario, con la ayuda extranjera. (8) Es deseable el retorno al patrón oro aunque en esto hay que poner mucho cuidado. (9) Finalmente, la "industria debe ser organizada de tal manera que estimule el máximo de producción por parte del trabajo, porque por solo esta producción, el trabajo será capaz de obtener aquellas mejoras en sus condiciones de vida que es lo que desea todo país para su pueblo". Todas las clases debieran participar en ello y aceptar los cambios necesarios para remediar la situación presente."<sup>2</sup>

La Conferencia Financiera Internacional, sin embargo, no pudo sanear la economía. Las dificultades financieras y monetarias causadas por la guerra fueron agravadas por las disposiciones de los tratados de paz. Los aliados impusieron a Alemania la obligación de pagar a título de reparaciones 33 mil millones de dólares, y al mismo tiempo los Estados Unidos exigieron a sus aliados la devolución de las ayudas prestadas durante la guerra en una suma de aproximadamente 10 mil millones de dólares.

<sup>2</sup> Prebisch, Raúl: Ideas y Comentarios. La Conferencia de Bruselas. Revista de Ciencias Económicas, N° 91, enero de 1921 (págs. 54-55).

Durante dos años Alemania pudo mantener su equilibrio monetario, pero en 1922 el valor del marco comenzó a declinar y se desencadenó una inflación galopante que llevó al índice del nivel de vida en julio de 1923 a 46.510 frente al 100 en julio de 1914. En esta inflación galopante Alemania fue seguida por Austria y Hungría.

En 1924, sobre la base de una cooperación internacional, fue saneada la moneda alemana y, paralelamente, las otras monedas. Durante cinco años parecía haber vuelto la normalidad económica y financiera. Gran Bretaña, en 1925, pudo volver al sistema del patrón oro. Los Estados Unidos reanudaron sus inversiones en los países europeos, especialmente en Alemania. Dentro del quinquenio 1925-1929 la mayoría de los países, especialmente Alemania, EE.UU. y Francia, atravesaron un muy acentuado auge económico.

En el verano de 1928 los fondos estadounidenses invertidos en Europa comenzaron a retirarse, buscando inversiones en títulos valores estadounidenses. Esta actitud causó un enorme auge especulativo en las bolsas de los Estados Unidos. A principios de 1929 ya aparecieron los primeros signos de una evolución cíclica descendente.

El pánico del 24 de octubre de 1929 en la Bolsa de Nueva York fue la primera piedra que puso en movimiento un alud que por casi cinco años mantuvo a la economía mundial en una crisis nunca experimentada anteriormente. Bancarrotas en masa, industrias paralizadas, desocupación crónica y un estancamiento general económico, caracterizó a estos años. En setiembre de 1931 Gran Bretaña se apartó otra vez del sistema del patrón oro, al que no ha vuelto.

Los índices de los precios mayoristas bajaron en los Estados Unidos de 100 en 1929 a 68,0 en 1932; en Gran Bretaña a 74,9, en Alemania a 70,3 y en Francia a 68,1. La ocupación industrial bajó vertiginosamente. Su índice declinó entre 1929 (base = 100) y 1932, en los EE.UU., a 62,5; en Gran Bretaña, a 84,7; en Alemania, a 59,5, y en Francia, a 80,9.

El intercambio mundial (importaciones) mermó de 35,6 mil millones de dólares en 1929 a 14,0 mil millones en 1932, a 12,5 mil millones en 1933 y a 12,0 mil millones en 1934.

Otra vez se esforzó por remediar esta situación en una conferencia internacional. En 1932 fue convocada la Conferencia Económica Mundial en Londres de la cual se esperaba el restablecimiento del comercio mundial y una serie de medidas que hubieran podido tonificar la situación general. Al retirarse los EE.UU. de la Conferencia, ésta llegó a su término sin alcanzar resultados.

Luego los sucesos se precipitaron. Alemania comenzó a rearmarse y abandonó la Sociedad de Naciones. Las sucesivas crisis económicas y políticas desembocaron finalmente en 1939 en otra crisis bélica: la segunda guerra mundial.

# LA POLITICA MONETARIA SEGUN LAS MEMORIAS DEL BANCO CENTRAL

## ADVERTENCIA

*Las memorias anuales del Banco Central de la República Argentina ofrecen un panorama general de la situación económica y financiera de nuestro país en los lapsos por ellas abarcados. Antes de entrar en las explicaciones del doctor Raúl Prebisch sobre la experiencia monetaria en los años 1935-1943 conviene rememorar aquellas partes de dichos documentos que analizan la política del Banco.*

*Los textos se reimprimen sin ninguna alteración con la salvedad de algún título en los casos indispensables.*

## Capítulo I

# LAS FUNCIONES REGULADORAS DEL BANCO CENTRAL<sup>3</sup>

1. UNA NUEVA FASE ASCENDENTE
2. EL SUPERAVIT DEL BALANCE DE PAGOS
3. LOS BONOS CONSOLIDADOS COMO INSTRUMENTO DE ABSORCION
4. PROCEDIMIENTO DE LAS LICITACIONES
5. OTRAS FORMAS DE ABSORCION DE FONDOS

<sup>3</sup> Memoria anual, 1936, págs. 1-13.

## 1. UNA NUEVA FASE ASCENDENTE

A fines de 1935 el Gobierno Nacional daba término a su programa de saneamiento y reconstrucción bancarios iniciado meses antes con la creación de este Banco. La crisis había socavado profundamente la estructura del crédito, con grave riesgo para la estabilidad de todo el sistema bancario por la gran masa de depósitos comprometidos. El peligro ha sido conjurado y la situación de los bancos es ahora de todo punto satisfactoria en cuanto concierne a su liquidez.

Este acontecimiento señala el final de una larga serie de medidas, de emergencia unas, orgánicas otras, con que el país ha sabido luchar contra una prolongada depresión.

Los resultados obtenidos compensan plenamente la tarea. La Argentina aprovecha con eficacia el mejoramiento de la economía internacional. Ha concluido el régimen de crisis. Pero comienzan de inmediato los problemas implicados por el restablecimiento de la prosperidad. Libres del peso de una larga depresión, las fuerzas propulsoras de la economía empiezan a desenvolverse con la facilidad de los tiempos de bonanza. Por fortuna, todo ello se sustenta en la realidad económica, de la que conviene sin embargo no alejarse imprudentemente. Tiene en esto el país una experiencia aleccionadora. En las fases ascendentes de la actividad económica, el optimismo exagerado suele incubar los gérmenes de futuras perturbaciones. Es necesario, por consiguiente, proceder con circunspección y tener siempre presente que después de crisis agudas, queda mucho por liquidar y reconstruir.

Los movimientos ascendentes son, por lo general, de duración limitada. No debe malograrse, entonces, la oportunidad que ofrecen para reparar las consecuencias de pasados males y acumular reservas para los tiempos difíciles cuyo retorno es prudente prever.

## 2. EL SUPERAVIT DEL BALANCE DE PAGOS

También le ha tocado su parte al Banco Central de la República Argentina en los problemas que el restablecimiento de la prosperidad trae consigo. Se acostumbra considerar como primordial la facultad de emitir billetes, en instituciones de esta índole. Las circunstancias han querido, sin embargo, que nuestro Banco inicie sus funciones reguladoras de la circulación absorbiendo los fondos disponibles del mercado antes que creando otros nuevos. En nuestra primera Memoria se aludió ya a este punto y se explicó cómo, con la colocación de los Certificados de Participación en los Bonos Consolidados del Tesoro Nacional, se habían absorbido los residuos de la revaluación del metálico. En el año pasado esta absorción ha debido continuar con mayor intensidad con el fin de evitar que la abundancia de divisas traiga consigo una plétora monetaria.

Estamos atravesando, precisamente, por aquellas circunstancias que la Ley ha tenido en vista cuando cita, entre los objetos fundamentales del Banco Central, el de "concentrar reservas suficientes para moderar las consecuencias de la fluctuación en las exportaciones y las inversiones de capitales extranjeros, sobre la moneda, el crédito y las actividades comerciales, a fin de mantener el valor de la moneda".

Las exportaciones y el ingreso de capitales del exterior se traducen actualmente en un apreciable saldo positivo de nuestras cuentas internacionales, que nos permite ir acrecentando las reservas monetarias que han de servirnos para defender el valor de la moneda cuando cambie la dirección de aquellas fluctuaciones.

El superávit del balance de pagos de 1936 se agrega al de

los dos años precedentes. En 1934, después de dos años de déficit en el saldo que dejan los rubros corrientes, según los cálculos del cuadro siguiente, se presenta el primer superávit de m\$. 123 millones, seguido por el de m\$. 157 millones en 1935. En 1936 el superávit es mucho más importante. Baste considerar que el exceso de las exportaciones sobre las importaciones llega a m\$. 656 millones, contra m\$. 551 millones el año precedente. También es más activa la inversión de capitales flotantes y a largo

Balance de pagos de los años 1932 a 1935

Rubro	1932	1933	1934	1935
	<i>(En millones de m\$.n.)</i>			
1. Activo corriente .....	1.354	1.190	1.811	1.924
Exportaciones de mercaderías 1 ...	1.305	1.141	1.618	1.726
Ingreso o repatriación de capitales	15	15	150	150
Varios 2 .....	34	34	43	48
2. Pasivo corriente .....	1.396	1.408	1.688	1.767
Importaciones de mercaderías ....	836	897	1.110	1.175
Servicio de la deuda pública .....	189	176	212	194
Gastos públicos en el exterior ....	16	16	21	26
Servicio de capitales privados ....	270	250	270	285
Remesas de particulares .....	85	69	75	87
3. Saldo (1-2) .....	- 42	- 218	+ 123	+ 157
4. Movimientos extraordinarios				
Activo .....	18	298	123	19
Exportaciones de oro .....	18	"	61	12
Empréstitos de desbloqueo .....	-	298	62	7
Pasivo .....	75	28	126	52
Cancelación de deuda pública ....	-	-	72	-
Pago deuda comercial atrasada ...	40	28	54	52
Retiro o exportación de capitales .	35	-	-	-
Saldo neto, cubierto con movimiento de divisas .....	- 99	+ 52	+ 120	+ 124

<sup>1</sup> Cifras de la Estadística Nacional más 1,3 % por diferencia hasta valor F.O.B. En 1934 y 1935 los datos han sido convertidos al tipo vendedor del mercado oficial para obtener guarismos comparables con los de importaciones y demás rubros del balance de pagos. Para 1935, se ha preferido tomar como base la cifra dada por la Estadística Nacional en su informe del 13.1.1936.

<sup>2</sup> Saldo que resulta de diversos rubros activos y pasivos, entre otros: derechos de puerto, ganancias de los exportadores, alquiler de películas cinematográficas y servicio telegráfico de los diarios.

<sup>3</sup> En los últimos días de 1933, el Gobierno hizo una exportación de oro de m\$. 44 millones, que tomamos en cuenta en 1934, por estar relacionada con las operaciones de conversión de la deuda pública realizadas en 1934, y no con el movimiento normal del balance de pagos.

<sup>4</sup> Incluidos los m\$. 44 millones a que se refiere la llamada anterior.

Al tomar esta determinación, el Banco Central sólo se proponía ir retirando los nuevos fondos que se incorporaban a los bancos, pero sin estimular a éstos a invertir en Certificados todo el exceso de sus efectivos sobre el mínimo legal. Este mínimo representa un límite extremo más allá del cual no podrían pasar los bancos sin provocar su liquidación a menos que obtuvieran del Banco Central la aprobación de un programa de emergencia tendiente a reconstituir el efectivo mínimo. Conviene, por lo tanto, que los bancos se mantengan lejos de ese extremo y que solo emprendan nuevas inversiones cuando el efectivo ordinario sobrepase el nivel que la prudencia aconseja. Así, a partir de la emisión de la primera quincena de julio, el Banco Central resolvió que no podrían participar en las licitaciones los bancos que no mantuviesen un efectivo de por lo menos el 25 % de sus obligaciones a la vista y el 12,5 % de sus obligaciones a plazo. Estas proporciones, de acuerdo con las cifras de diciembre pasado, significan el 17,8 % de las obligaciones totales, en tanto que las del efectivo mínimo legal representan solamente el 11,4 %.

#### 4. PROCEDIMIENTO DE LAS LICITACIONES

Desde mediados de febrero de 1936, las licitaciones de Certificados de Participación se hicieron según lo dispuesto por la nueva reglamentación aprobada por el Directorio el 20 de enero del mismo año.

De acuerdo con el procedimiento anterior establecido con carácter provisional, los Certificados se ofrecían a los bancos en cantidades y a precios determinados; y si las suscripciones superaban la cifra ofrecida, la adjudicación se hacía proporcionalmente al excedente del efectivo de cada banco con respecto al mínimo legal.

El interés de estos Certificados se liquidaba a fines del período junto con una comisión de 1 % anual a cargo de los ban-

cos. Estos podían venderlos en cualquier momento al Banco Central antes del vencimiento, perdiendo el doble del interés por el plazo que faltaba.

La experiencia de algunos meses decidió al Directorio a cambiar este procedimiento sustituyéndolo por el de las licitaciones al mejor postor que, entre otras ventajas, permite seguir de cerca las variaciones del mercado monetario. Las licitaciones se efectúan dos veces por mes; las suscripciones se hacen sobre la base de un valor nominal 100, reembolsable a la par al vencimiento de la operación. El Banco Central adjudica la cantidad ofrecida a las propuestas de compras con precios más altos, o sea de interés más bajo, y se reserva el derecho de rechazar todas o cualesquiera de las propuestas, así como el de aceptar propuestas fuera de las fechas de licitación fijadas, a precios superiores a los cotizados y aceptados en la última licitación efectuada.

Los Certificados de Participación pueden descontarse en cualquier momento en el Banco Central a la tasa mínima de redescuento para papel de dos firmas.

#### 5. OTRAS FORMAS DE ABSORCIÓN DE FONDOS

Los m\$.n. 399,0 millones de Certificados colocados a fines de 1936 son superiores en m\$.n. 202,1 millones a la cifra de un año antes<sup>4</sup>. Al mismo tiempo, las divisas compradas por el Banco Central a los bancos y transformadas parcialmente en oro, crecieron de un equivalente de m\$.n. 129,3 millones en el balance al 31 de diciembre de 1935, a m\$.n. 303,2 millones en el de igual fecha de 1936, o sea en una cifra de m\$.n. 173,9 millones.

Esta comprobación nos llevaría a afirmar que los fondos que el Banco Central ponía en el mercado al comprar divisas, los absorbía mediante las operaciones con Certificados. Esto es exacto, pero incompleto como expresión de la realidad. Recuér-

<sup>4</sup> Al 31 de diciembre de 1935, el valor real de los Certificados en circulación era de m\$.n. 194.907.150 y su valor nominal m\$.n. 178.650.000.

dese que a la tenencia de oro y divisas del Banco Central se agregara la del Fondo de Divisas a que se refiere el artículo 4º de la Ley de Organización, cuyo manejo se encuentra igualmente a cargo de este Banco.

Por supuesto que la compra de estas divisas a los bancos suscita el mismo problema que en el caso anterior, con parecida solución. Se toma del mercado una cantidad de fondos ajustada a la que se le entrega, ya sea mediante la parte de los beneficios de cambio recaudados que se destina a la compra de divisas, o con fondos provenientes de la negociación de títulos (incluidos los saldos de los empréstitos de desbloqueo) o de Letras de Tesorería que se aplican a idéntico propósito. De estas últimas se hablará nuevamente en otro lugar.

De las divisas del Fondo así adquiridas, el Gobierno Nacional dispuso reservar, el 25 de noviembre, la suma de dólares 39,3 millones, para el primer rescate de los empréstitos en dólares<sup>5</sup>.

Esta política de repatriación de deuda exterior, además de responder a una aspiración nacional, entraña un significado que es preciso puntualizar. En primer lugar, se retiran definitivamente del mercado fondos redundantes que provienen de la incorporación de capitales extranjeros. En segundo lugar, se compensa el incremento de los servicios a pagar a esos nuevos capitales, con la disminución de los servicios de los empréstitos que se repatrian, con la ventaja de que éstos se efectuaban en moneda extranjera y aquéllos se realizan en moneda nacional. No son por cierto desdeñables estas consideraciones. Como país nuevo, seguimos ofreciendo un ancho campo de aplicación al capital nacional y extranjero. En tiempos pasados, crecían los servicios financieros a pagar y se acrecentaban correlativamente los recursos para hacerlo mediante las exportaciones de productos que requerían de más en más los países acreedores. Las circunstancias actuales son distintas. Nuestras exportaciones tropiezan con impedimentos aun en los mercados tradicionales. Se impone, pues,

<sup>5</sup> Posteriormente, el 22 de enero, se reservaron otros 39,8 millones de dólares para el segundo rescate, con lo que el total se eleva a dólares 79,1 millones.

seguir atentamente el curso de estos hechos, si las cargas financieras han de guardar adecuada relación con nuestra capacidad de pagos exteriores.

Al aludir más arriba a los recursos empleados para la adquisición del cambio que ingresa al Fondo de Divisas, se hizo referencia a la negociación de Letras de Tesorería. La autorización para hacerlo fue conferida al Banco hasta la cantidad de m\$.n. 100 millones, por decreto del 24 de noviembre de 1936, después de haberse expuesto al Gobierno Nacional la conveniencia de reforzar la capacidad de absorción de fondos. Las Letras así negociadas alcanzaban el 31 de diciembre pasado a m\$.n. 67,5 millones y tenían como contrapartida una cantidad equivalente de oro, con lo que, como es obvio, no se altera el volumen de la deuda flotante del Tesoro Nacional. Se trata de papeles independientes de los que se negocian para atender las necesidades del Tesoro y cuyos intereses tampoco gravitan sobre él. La resolución del Ministerio de Hacienda del 9 de diciembre último dispone, en efecto, el cobro de una comisión adicional de 5% en las compras y de 4½% en las ventas de cambio realizadas en el mercado oficial, cuyo producto debe emplearse en el pago de los intereses que corresponda liquidar sobre los fondos invertidos en oro y divisas.

Esta medida ha probado ser eficaz en el corto período de su aplicación y sin duda seguirá siéndolo mientras las cuentas exteriores continúen arrojando saldos positivos. En todo caso, representará una experiencia de gran interés para la futura política monetaria del Banco Central.

El sistema monetario y crediticio en el Perú ha experimentado cambios importantes en los últimos años. La inflación ha sido un fenómeno recurrente, lo que ha llevado al gobierno a implementar diversas medidas regulatorias para controlar la oferta monetaria y estabilizar la economía. Estas medidas incluyen el control de los precios, la regulación del crédito y la emisión de moneda. El objetivo principal es reducir la inflación y promover el crecimiento económico sostenible.

## Capítulo II

# INFLUENCIA DE LAS MEDIDAS REGULADORAS SOBRE LA SITUACION MONETARIA-CREDITICIA

- 6. LA SITUACION BANCARIA GENERAL
- 7. LA CIRCULACION MONETARIA
- 8. ALTERNATIVAS DEL MERCADO DE CAMBIOS

El sistema monetario y crediticio en el Perú ha experimentado cambios importantes en los últimos años. La inflación ha sido un fenómeno recurrente, lo que ha llevado al gobierno a implementar diversas medidas regulatorias para controlar la oferta monetaria y estabilizar la economía.

## 6. LA SITUACION BANCARIA GENERAL

Ha llegado ahora la oportunidad de examinar brevemente la incidencia de las medidas referidas sobre la situación bancaria general. Debe recordarse, ante todo, que cuando los bancos compran en la plaza más divisas de las que venden, propenden a expandir en medida equivalente los depósitos bancarios. Así se explica principalmente el crecimiento de m\$.n. 312,5 millones que acusan los depósitos<sup>6</sup> entre fines de 1935 y 1936. Es sabido, asimismo, que el efectivo de los bancos aumenta correlativamente cuando venden al Banco Central el excedente de cambio comprado. Sin embargo, las cifras de diciembre último revelan una disminución de m\$.n. 55,4 millones con respecto al efectivo bancario de fines de 1935, el cual, como se expresó en la Memoria anterior, se había robustecido considerablemente después de la aplicación del programa de saneamiento bancario. La explicación principal de este hecho está precisamente en el retiro de los fondos redundantes de los bancos mediante la colocación de Certificados y Letras por el Banco Central.

Las variaciones indicadas en los depósitos y existencias bancarias se han manifestado, como es natural, en un descenso del porcentaje del efectivo sobre los depósitos. A pesar de ello esta

<sup>6</sup> Los bancos comprendidos en esta estadística tienen aproximadamente el 94 % del total de depósitos del conjunto de establecimientos comprendidos en las disposiciones legales sobre efectivo mínimo.

relación se mantiene bastante por encima del efectivo mínimo legal, según puede juzgarse por este cuadro:

Depósitos y efectivo del conjunto de bancos

Diciembre 31	Depósitos	Efectivo	% del efectivo sobre depósitos	
			Real	Mínimo legal
	<i>(En millones de m\$.n.)</i>		<i>(En %)</i>	
1935	3.356,7	827,5	24,7	11,1
1936	3.669,2	772,1	21,0	11,3

Queda señalado el factor más importante en la reducción del efectivo. No es el único, sin embargo, pues los bancos han empleado también una parte de los fondos adicionales provenientes de la compra de cambio, en acrecentar el dinero prestado e invertido en la plaza. La cifra respectiva sube de m\$.n. 2.454,0 millones el 31 de diciembre de 1935 a m\$.n. 2.585,3 millones en igual fecha de 1936, o sea m\$.n. 131,3 millones de aumento (5,4 %).

Es satisfactorio comprobar que los préstamos e inversiones no hayan aumentado con mayor intensidad, pues no hace falta lanzar al mercado cantidades adicionales de medios de pago expandiendo el crédito. Los bancos tienen en este respecto una gran responsabilidad pública. Resultaría muy perjudicial para el desarrollo sano de los negocios y para los mismos establecimientos de crédito, forzar sus colocaciones de fondos induciendo a operaciones especulativas o de bases ficticias. Tanto más si se presta al público a tasas de interés inferiores al costo del dinero, en desmedro de la parte de beneficios anuales que los bancos deben destinar a prudentes amortizaciones y reservas.

7. LA CIRCULACION MONETARIA

Al aumentar los bancos sus préstamos e inversiones en la plaza, ponen una cantidad mayor de billetes en manos del público. Para ello giran contra sus depósitos en el Banco Central

que, como se sabe, forman parte del efectivo de los establecimientos de crédito. El Banco Central aumentó así la emisión de sus propios billetes en m\$.n. 112,1 millones entre fines de 1935 y 1936 y puso también en circulación, en el mismo período, una cantidad adicional de m\$.n. 11,5 millones de moneda subsidiaria tomándola de sus propias tenencias, esto es, sin alterar la cifra límite de m\$.n. 211,8 millones que se mantiene desde la iniciación de las operaciones del Banco. Lo que acaba de expresarse se comprueba en este otro cuadro:

Emisión de billetes y moneda subsidiaria y su distribución entre el público y los bancos

Diciembre 31	Emisión			Distribución <sup>1</sup>	
	Billetes del B.C.R.A.	Moneda subsidiaria <sup>2</sup>	Total	En el público	En los bancos
	<i>(En millones de m\$.n.)</i>				
1935	981,8	196,1	1.177,9	820,3	357,6
1936	1.093,9	207,6	1.301,5	913,8	387,7

<sup>1</sup> Cifras sujetas a posteriores reajustes debido principalmente a la inclusión de nuevas entidades y a la eliminación de los cheques que se hacen figurar en el efectivo de los bancos. En las cifras de billetes "en los bancos" figuran en 1935 y 1936 m\$.n. 72,7 millones y m\$.n. 88,7 millones, respectivamente, de dinero depositado por bancos del interior en sucursales del Banco de la Nación Argentina en las cuentas de efectivo mínimo del Banco Central.  
<sup>2</sup> Excluida la moneda subsidiaria radicada en las arcas del Banco Central, fuera de circulación.

El público dispone así de m\$.n. 93,5 millones más de dinero que un año antes, lo que, unido al ascenso de m\$.n. 223,5 millones en los depósitos corrientes, le permite desenvolver el mayor volumen de transacciones, propio de la fase cíclica por la que el país atraviesa.

El aumento de la emisión de billetes del Banco Central no ha debilitado la garantía de la emisión. Esta ha subido, por el contrario, de 137,9 % el 31 de diciembre de 1935 a 139,7 % en la fecha correspondiente del año último, en virtud de que las tenencias de oro y divisas se elevaron más intensamente que la emisión de billetes. El porcentaje de garantía con respecto al conjunto de las obligaciones a la vista del Banco Central ha mejorado, asimismo, de 80,1 % a 92,8 %, tanto por el motivo indicado como por el descenso de las otras obligaciones (depósitos

del Gobierno Nacional y de los bancos en el Banco Central), según se desprende del siguiente cuadro:

**Garantía de los billetes y demás obligaciones a la vista del Banco Central**

Diciembre 31	Obligaciones a la vista			Total de oro y divisas <sup>1</sup>	% de garantía sobre:	
	Billetes	Otras obligaciones	Total		Billetes	Total de obligaciones
	<i>(En millones de m\$.n.)</i>				<i>(En %)</i>	
1935	981,8	708,1	1.689,9	1.353,7	137,9	80,1
1936	1.093,9	552,2	1.646,1	1.527,7	139,7	92,8

<sup>1</sup> Oro en el país más oro y divisas en el exterior, excluidas las tenencias del Fondo de Divisas.

La proporción de 92,8 % es de inusitada altura, sin que en ello influyan el oro y el cambio extranjero del Fondo de Divisas, que se excluyen de estos cálculos.

El país cuenta, en consecuencia, con una fuerte reserva que, como lo expresan los fundamentos de la Ley de creación del Banco Central, ha de permitirle amortiguar las bruscas fluctuaciones que denote su balance de pagos internacionales.

## 8. ALTERNATIVAS DEL MERCADO DE CAMBIOS

Se han examinado en páginas anteriores las consecuencias del ingreso de oro y divisas sobre la situación monetaria interna. Quedan aún por considerar sus efectos en el mercado de cambios. Dicho sea de paso, al iniciarse el año 1936, dados el nivel de los precios mundiales, el volumen de nuestra producción de trigo y lino y la probabilidad de no poder exportar íntegramente el saldo disponible de maíz, se presentaba la perspectiva de un déficit de cierta consideración en el balance de pagos. Tanto es así que, una vez pasada la época de gran afluencia estacional de cambios, comenzaron a sentirse síntomas de tensión que se ma-

nifestaron definitivamente en las últimas semanas de mayo y durante el mes de junio; el Banco Central tuvo que emplear parte de sus divisas acumuladas para hacer frente al exceso de la demanda sobre la oferta en el mercado oficial, sin afectar mayormente la cotización de la libra esterlina. Estas circunstancias indujeron a moderar las ventas de cambio en el mercado libre, las que habían llegado en 1935 a un equivalente de m\$.n. 78,3 millones. No es extraño, pues, que en la primera semana de julio último se haya registrado en el mercado libre un promedio de m\$.n. 18,68 por libra esterlina, promedio inferior al de un año antes, pero más alto en 3,7 % que el de m\$.n. 18,01 a que había descendido el valor de esa moneda en meses precedentes. Considérense al respecto las cifras de este cuadro:

### Cotizaciones telegráficas de la libra esterlina

*(Tipo vendedor de clausura)*

Periodo	Mercado oficial		Mercado libre	
	1935	1936	1935	1936
	<i>(Promedios mensuales, en m\$.n.)</i>			
Enero .....	17,01	17,02	19,48	18,25
Febrero .....	16,93	17,03	18,99	18,05
Marzo .....	16,91	17,02	18,90	18,05
Abril .....	16,91	17,02	18,92	18,01
Mayo .....	16,95	17,02	18,94	18,02
Junio .....	17,00	17,04	18,71	18,16
Julio .....	17,02	17,08	18,65	18,41
Agosto .....	17,03	17,07	18,52	18,03
Setiembre .....	17,03	17,00	18,24	17,76
Octubre .....	17,02	17,00	18,04	17,62
Noviembre .....	17,02	17,00	18,12	17,62
Diciembre .....	17,02	16,28	18,09	16,42
Promedio .....	16,99	16,96	18,63	17,87

En el segundo semestre del año, la elevación de precios en los granos y en las lanas y el incremento de la demanda mundial de maíz transformaron sustancialmente la situación mencionada. La influencia psicológica de este hecho, primero, y sus consecuencias materiales, en seguida, provocaron nuevamente exce-

sos de oferta de cambio en el mercado oficial y determinaron una baja persistente de la libra esterlina en el mercado libre. Sobre esta baja no solo influía la oferta corriente de cambio en este mercado, proveniente de exportaciones e inversiones de capital extranjero y retorno de capitales nacionales que emigraron en los tiempos críticos, sino también el ingreso de fondos extranjeros que venían a colocarse transitoriamente en el país.

El Gobierno Nacional, después de considerar estos hechos, sobre los cuales el Banco Central le informaba de continuo, determinó alterar el nivel del peso en el mercado oficial. A partir del 10 de diciembre último el precio de la libra esterlina, que venía cotizándose al tipo de m\$.n. 17, fue rebajado a m\$.n. 16, con la consiguiente reducción de los beneficios de cambio. El mercado libre reaccionó simultáneamente y el tipo descendió con análoga intensidad, hasta un nivel solo superior al alcanzado por el del mercado oficial en menos del 1 %.

Al tomar esta determinación, el Gobierno Nacional —cuyas normas debe seguir este Banco mientras no se restablezca la libertad del mercado de cambios (Artículo 14 de la Ley de Organización)— puso una vez más de manifiesto sus propósitos de simplificar gradualmente el sistema de control hasta que pueda volverse a la normalidad monetaria.

**POLITICA  
DE  
CAMBIOS<sup>7</sup>**

9. LA ANORMALIDAD MONETARIA DEL MUNDO
10. EL REGIMEN DUAL DE CAMBIOS
11. INTERVENCION DEL BANCO CENTRAL  
EN EL MERCADO LIBRE
12. LA TRANSFORMACION DEL BALANCE DE PAGOS  
EN EL MERCADO LIBRE
13. LOS FONDOS FLOTANTES INTERNACIONALES
14. AISLAMIENTO DE LOS FONDOS FLOTANTES
15. SOLO EL MERCADO OFICIAL INFLUYE  
EN LOS PRECIOS INTERNOS
16. FUNCION DE LAS RESERVAS DEL MERCADO OFICIAL

<sup>7</sup> Memoria anual, 1937, págs. 3-22.

## 9. LA ANORMALIDAD MONETARIA DEL MUNDO

Han pasado ya tres años desde que el P. E. envió al Congreso de la Nación sus proyectos sobre moneda y bancos. Expresaba el mensaje la esperanza de que estas reformas prepararían el terreno “para que la moneda argentina recupere también su estabilidad sobre bases más adecuadas al carácter peculiar de nuestra economía”, siempre que el mundo volviese “con prontitud a lo que hasta ahora se ha considerado como normalidad monetaria, y si las principales monedas hoy inconvertibles retornan al patrón oro”<sup>8</sup>.

Pero la reforma de la moneda argentina no podía apoyarse en un supuesto de remota realización. Por ello el mismo documento, con clara percepción de la realidad, agregaba que “si en vez de volverse al patrón oro generalizado y a una relativa libertad en las transacciones internacionales, el mundo continuara presentando el cuadro de economías cerradas, con monedas autónomas, la República, gracias a una nueva organización de la moneda y el crédito, podrá proseguir su propia política cuidando sus propios intereses y evitando en lo posible que esas circunstancias deterioren sus fundamentales instituciones económicas”.

Los acontecimientos han confirmado esta previsión. La libra esterlina y otras monedas principales continúan siendo inconvertibles. Y la Argentina se ha visto precisada a seguir su propia polí-

<sup>8</sup> Leyes sobre bancos y moneda. Ministerio de Hacienda de la Nación, 1935, pág. 49.

tica monetaria utilizando los recursos y posibilidades que le ofrece el nuevo sistema.

Pero si no ha llegado aún el momento propicio para dictar la ley de estabilización monetaria que disponga la conversión de los billetes en metálico a fin de mantener el valor de la moneda, el Banco ha cuidado de cumplir este designio en el grado compatible con los intereses del país. Ha logrado hacerlo con los tipos del mercado oficial que no han experimentado el último año variación alguna, y dispone de los medios suficientes para que pueda continuarse firmemente esta política en el nuevo ejercicio. Las transacciones fundamentales del país con el exterior, las que interesan primordialmente en el estado presente de la economía internacional, se sustraen a las influencias perturbadoras que afectan al mercado libre, pues se basan sobre los valores constantes del mercado oficial de cambios, en donde se vende alrededor del 90 % del cambio de exportación y se paga el total de los servicios de la deuda pública externa y el 83 % de las importaciones.

## 10. EL REGIMEN DUAL DE CAMBIOS

Para comprender mejor estos hechos y el significado de la política monetaria actual, y prevenir a la vez la repetición de erróneas interpretaciones, conviene explicar el régimen dual de cambios y la forma en que funciona.

El régimen de los dos mercados es una consecuencia de los hechos mismos. Recuérdese, en efecto, que el primitivo propósito de fiscalizar todas las transacciones de cambio del país, abarcándolas en un mercado único y cerrado, tuvo que abandonarse a fines de 1933 por la imposibilidad de fiscalizar todos los movimientos de fondos con el exterior, parte de los cuales tendían de más en más a realizarse en un mercado clandestino. El sistema se modificó. Se mantuvo el control sobre lo que convenía y podía ser controlado en el mercado oficial de cambios, en donde siguieron negociándose las divisas provenientes de las exportaciones (excepto la totalidad de las destinadas a países limítrofes y las de algunos

productos de exportación regular) y se estableció, además, el procedimiento de permisos previos para evitar la repetición de desequilibrios y repartir esas divisas entre las importaciones y los servicios financieros correspondientes a los distintos países, de acuerdo con los convenios que sucesivamente se fueron concertando<sup>9</sup>. Y a fin de terminar con las transacciones prohibidas, se dio absoluta franquicia a los otros movimientos de fondos y capitales, que desde entonces pudieron realizarse en un mercado absolutamente libre.

Este último vino en esta forma a actuar como válvula de escape del mercado oficial, que, de otro modo, se encontraría expuesto al peligro de una presión excesiva de la demanda de monedas extranjeras.

Para formarse una idea de la índole y magnitud de las operaciones de ambos mercados, bastarán las siguientes cifras. El cambio comprado en 1937 procedente de exportaciones sumó m\$.n. 2.095,2 millones (al tipo de m\$.n. 15 por £), de los cuales 1.871,2 millones se negociaron en el mercado oficial que solo se abastece con divisas de este género. Los m\$.n. 224 millones<sup>10</sup> de divisas restantes, que corresponden en su mayor parte a exportaciones a los países limítrofes, se vendieron en el mercado libre. A este mercado se entregó, pues, solo el 10,7 % de las divisas de exportación; pero, en compensación, recibió otras provenientes de inversiones de capital y fondos flotantes del exterior, fletes y una nutrida cantidad de operaciones particulares, comerciales y financieras; la cifra correspondiente a estos últimos conceptos en 1937 alcanzó a m\$.n. 410,3 millones, que, agregados a la de la exportación, eleva la oferta total del mercado libre a la cantidad de m\$.n. 650 millones. Con ser apreciable, esta cifra no ha sido suficiente para responder a la demanda de ese año, como se explicará en su lugar.

<sup>9</sup> Las mercaderías que se exporten a los países limítrofes pueden facturarse en pesos moneda nacional (Art. 6º Decreto de fecha 25.1.32). Con tal motivo, los importadores de productos argentinos residentes en tales países negocian en el mercado libre las divisas necesarias para procurarse el importe en pesos moneda nacional que requiere el pago de sus compras.

<sup>10</sup> No coincide con la cifra del cuadro de la página 42 debido a la diferencia entre el tipo de m\$.n. 15 la £ y los tipos reales.

### 11. INTERVENCIÓN DEL BANCO CENTRAL EN EL MERCADO LIBRE

La libertad de movimientos de este mercado es en verdad compatible con cierto grado de intervención que no se manifiesta en medida alguna de control, sino en operaciones de compra o de venta efectuadas alternativamente en el mercado abierto por el Banco Central (y, antes de su creación, por el Banco de la Nación Argentina) en igualdad de términos con otras instituciones de la plaza.

Desde los comienzos del mercado libre hasta fines de 1936, en que ocurrieron sucesos dignos de mención especial, la intervención se ejerció en sentido contrario a lo que en su tiempo se llegó a suponer: lejos de seguirse el propósito de desvalorizar el peso, se realizaron persistentes ventas de cambio oficial en el mercado libre a fin de contener la depreciación, primero, y luego para mejorar la cotización de nuestra moneda, según es fácil advertirlo en el cuadro de la página siguiente.

La libra bajó así de un promedio de m\$<sub>n</sub>. 21,12 en el segundo trimestre de 1934 a m\$<sub>n</sub>. 18,07 en el tercer trimestre de 1936.

Durante ese lapso, las operaciones de intervención no se trajeron en ninguna compra de divisas por el Banco Central en el mercado libre. Las adquisiciones se iniciaron por primera vez en el último trimestre de 1936. Como se recordará, esa época se caracterizó por una fuerte presión de la oferta sobre la demanda. Afluían al país grandes cantidades de fondos flotantes y de dinero especulativo, a más del aporte de capitales de inversión permanente. El peso mejoró rápidamente; y cuando el 10 de diciembre del mismo año se redujo el tipo vendedor del mercado oficial de m\$<sub>n</sub>. 17 a m\$<sub>n</sub>. 16 por £, el mercado libre reaccionó en el mismo sentido con tal intensidad que fue necesario contenerlo con fuertes compras de cambio en la proximidad del nuevo nivel oficial para evitar precios inferiores a los de éste.

Las compras de cambio en el mercado libre por el Banco Central llegaron así a la considerable cifra de m\$<sub>n</sub>. 191,9 millones

en el último trimestre de 1936.

#### Operaciones en el mercado libre de cambios<sup>1</sup>

Período	Operaciones de los bancos			Divisas entreg. (+) o absorb. (-) por el B.C. R.A. en la plaza	Promedio cierre vendedor de la £
	Compras	Ventas	Diferencias (comp. vent.)		
	(En millones de m\$ <sub>n</sub> .)				(En m\$ <sub>n</sub> . por £)
<b>Año 1934</b>	<b>565,4</b>	<b>608,0</b>	<b>- 42,6</b>	<b>+ 41,0</b>	<b>19,92</b>
1er. trimestre ..	105,5	107,1	- 1,6	+ 4,1	19,82
2do. " ..	146,7	146,9	- 0,2	+ 5,7	21,12
3er. " ..	176,9	185,1	- 8,2	+ 1,2	19,26
4to. " ..	136,3	168,9	- 32,6	+ 30,0	19,47
<b>Año 1935</b>	<b>568,0</b>	<b>670,4</b>	<b>- 102,4</b>	<b>+ 100,5</b>	<b>18,63</b>
1er. trimestre ..	144,7	177,5	- 32,8	+ 30,4	19,12
2do. " ..	138,7	170,8	- 32,1	+ 31,5	18,86
3er. " ..	138,9	158,8	- 19,9	+ 18,9	18,47
4to. " ..	145,7	163,3	- 17,6	+ 19,7	18,08
<b>Año 1936</b>	<b>783,2</b>	<b>631,8</b>	<b>+ 151,4</b>	<b>- 151,5</b>	<b>17,87</b>
1er. trimestre ..	142,9	156,5	- 13,6	+ 15,9	18,13
2do. " ..	149,0	157,4	- 8,4	+ 11,5	18,06
3er. " ..	145,8	159,6	- 13,8	+ 13,0	18,07
4to. " ..	345,5	158,3	+ 187,2	- 191,9	17,22
<b>Año 1937</b>	<b>650,0</b>	<b>822,6</b>	<b>- 172,6</b>	<b>+ 170,4</b>	<b>16,46</b>
1er. trimestre ..	180,0	165,0	+ 15,0	- 10,4	16,26
2do. " ..	203,1	189,7	+ 13,4	- 13,0	16,24
3er. " ..	152,0	236,4	- 84,4	+ 83,5	16,50
4to. " ..	114,9	231,5	- 116,6	+ 110,3	16,82

<sup>1</sup> A los tipos reales de las operaciones.

Muy serios motivos determinaron esta actitud, con la que el Banco Central entendía cumplir su función regulativa "concentrando reservas suficientes para moderar las consecuencias de la fluctuación de las inversiones de capital extranjero", según lo expresa el artículo 3º de la Ley de Creación. La atenta observación de la naturaleza de los movimientos que dominaban el mercado libre no permitía abrigar confianza alguna en que estas divisas permaneciesen en el país. La experiencia nuestra y la de otras naciones aconsejaba proceder con extrema cautela, precaviéndose a tiempo de la posibilidad

de movimientos adversos. Dejar actuar esa oferta extraordinaria de cambio con toda su fuerza espontánea no solo hubiera significado dislocar el régimen de los dos mercados sin que hubiese llegado aún el momento de resolver definitivamente el problema, sino someter la moneda del país a las contingencias de una reacción futura tanto más violenta cuanto más intensa fuese la acción precedente.

Así se formó en el mercado libre la primera reserva de cambio al terminar el año 1936. En el primer semestre de 1937 parecía haberse llegado al equilibrio en torno a la cotización de m\$.n. 16,25. Esa reserva se acrecentó solo en m\$.n. 23,4 millones. No tardaron, sin embargo, en aparecer los indicios de una evolución contraria. La persistente tendencia del peso a desvalorizarse, conforme avanzaba el tercer trimestre del año, indujo al Banco a comenzar la aplicación de las divisas que acababa de acumular, con el objeto de cubrir el excedente de la demanda sobre la oferta, como se ha observado en el cuadro de la página 39. En ese tercer trimestre la libra subió a un promedio de m\$.n. 16,50 y el Banco Central vendió a m\$.n. 83,5 millones de divisas en el mercado libre. En el cuarto trimestre se acentúa la desvalorización, y la libra sube hasta m\$.n. 16,99<sup>11</sup> no obstante haberse vendido otros m\$.n. 110,3 millones de divisas por el Banco Central. El total de ventas realizadas por éste en la segunda mitad del año llega así a m\$.n. 193,8 millones.

## 12. LA TRANSFORMACION DEL BALANCE DE PAGOS EN EL MERCADO LIBRE

¿Cómo se explica el encadenamiento de esos sucesos que agotan rápidamente la reserva de cambio del mercado libre —formada precisamente en previsión de esta contingencia— y ponen nuevamente al Banco Central muy cerca del trance de volver a vender divisas del mercado oficial?

<sup>11</sup> Estos precios corresponden a las divisas vendidas por el Banco Central en el mercado. Los precios cobrados por los bancos al público son ligeramente superiores.

La explicación corresponde principalmente a las variaciones del balance de pagos. En la primera mitad del año continuó la entrada de capitales de inversión permanente y de fondos flotantes, iniciada con anterioridad. Estos recursos del mercado, junto con el cambio de exportación y los ingresos por otros conceptos, permitieron cubrir fácilmente las importaciones sin permiso previo que se pagan por el mercado libre y las diversas remesas que, según queda dicho, se efectúan por el mismo mercado. Es un hecho conocido que en este país la importación se adapta fácilmente al mayor volumen del activo del balance de pagos. En el caso que consideramos no dejó de confirmarse esta observación, tanto en lo que concierne al mercado libre como al oficial. También acontece regularmente en nuestra experiencia cíclica que cuando el activo se contrae por cualquier razón —sea porque disminuyen las exportaciones o los capitales del exterior— las importaciones tardan en contraerse con la intensidad correspondiente. Preséntase en esta forma un desequilibrio que propende a la inmediata valorización de la libra y demás monedas extranjeras.

Los acontecimientos se produjeron una vez más en esta forma en el ámbito del mercado libre, en donde se acentuaba a la vez el desequilibrio por el éxodo de fondos flotantes, como lo comprueban los datos del cuadro de la página siguiente, calculados según los tipos reales vigentes en dicho mercado.

En la segunda mitad del año, las inversiones de capital permanente y de fondos flotantes y los ingresos de particulares se reducen sensiblemente: de m\$.n. 145,4 millones que habían sido en la primera bajan a m\$.n. 84,4 millones en la segunda, o sea en m\$.n. 61,0 millones. Al mismo tiempo, el cambio de exportación decaec de m\$.n. 144,1 millones a m\$.n. 95,6 millones, este es, en m\$.n. 48,5 millones.

Todas estas cifras corresponden a operaciones superiores a m\$.n. 16.000, pues las inferiores, por razones de compilación estadística, se han separado en renglón aparte, a pesar de que llegan a cifras bastante apreciables.

Computando todos los renglones del cuadro, el activo del balance del mercado libre, o sea la oferta de cambio, baja de un semestre a otro en m\$.n. 116,2 millones.

Balance de pagos en el mercado libre en 1937 <sup>1</sup>

Rubro	Primer semestre	Segundo semestre	Aumento o disminución
<i>(En millones de m\$n.)</i>			
1. Activo .....	383,1	266,9	- 116,2
Exportaciones .....	144,1	95,6	- 48,5
Fletes y gastos de vapores y otras operaciones de cerealistas .....	35,0	36,1	+ 1,1
Inversiones de capital, fondos flotantes y operac. de particulares ..	145,4	84,4	- 61,0
Operaciones menores de \$ 16.000 ..	58,6	50,8	- 7,8
2. Pasivo .....	355,0	467,6	+ 112,6
Importaciones .....	129,8	140,4	+ 10,6
Exportaciones y amortizaciones de capital, fondos flotantes, servicios financieros, operaciones de particulares y diversos .....	122,9	210,3	+ 87,4
Operaciones menores de \$ 16.000 ..	102,3	116,9	+ 14,6
3. Superávit (+) o Déficit (-) (1-2) ..	+ 28,1	- 200,7	

<sup>1</sup> A los tipos reales de las operaciones.

En cuanto al pasivo, las remesas para pago de importaciones crecen de m\$n. 129,8 millones a m\$n. 140,4 millones y las otras remesas ascienden fuertemente de m\$n. 225,2 millones a m\$n. 327,2 millones, o sea m\$n. 102,0 millones. Estas otras remesas corresponden a exportaciones y amortizaciones de capital, fondos flotantes, servicios financieros, operaciones de particulares y diversos. El total del pasivo crece, por lo tanto, en m\$n. 112,6 millones, mientras el activo baja en m\$n. 116,2 millones. De ahí el fuerte desequilibrio de m\$n. 200,7 millones en el balance del segundo semestre, que obliga al Banco Central a intervenir activamente en el mercado.

### 13. LOS FONDOS FLOTANTES INTERNACIONALES

Si se han expuesto con cierto detalle estos hechos, es porque explican las vicisitudes del mercado libre y permiten interpretar mejor el sentido de la política monetaria actual.

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

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

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

### 14. AISLAMIENTO DE LOS FONDOS FLOTANTES

Esos hechos se plantean en términos que nuestro país no podría modificar. La realidad internacional se sustrae a nuestra influencia. Debemos, pues, tomarla tal cual es y no como quisiéramos que fuese y seguir una política monetaria realista, con la mira exclusiva de las conveniencias nacionales.

Estamos continuamente expuestos al flujo y reflujo de los fondos extranjeros que se desplazan nerviosamente de un país a otro. Escapan de otras partes y vienen tras el optimismo exagerado del exterior sobre la Argentina, tan ligero y dañoso para nosotros como el pesimismo sombrío que le sucede de improviso, sea

por las alternativas naturales de un país agrario, o por acontecimientos políticos de otras naciones.

La Argentina no puede evitar esas excitaciones propias de los tiempos que vive el mundo. Tampoco puede evitar sus consecuencias. Sería necesario implantar una fiscalización severa e inquisitorial, un complicado aparato de control para oponerse a ello, y, a pesar de todo, se llegaría a resultados contraproducentes.

Pero si no pueden evitarse esos desplazamientos de fondos, debe tratarse, al menos, de aislarlos, de circunscribir su órbita de acción. La existencia del mercado libre de cambios ha permitido la realización de este propósito<sup>12</sup>. Allí entran y de allí salen en cualquier momento los fondos flotantes, y el precio de las monedas extranjeras en estas operaciones depende de la oferta y la demanda, sobre las que influyen poderosamente esos mismos fondos y el ritmo con que ingresan o se retiran. A la Argentina no le interesa ni le conviene convertirse en refugio transitorio de ese dinero volátil, que no debe confundirse bajo ningún concepto con el capital extranjero que se invierte permanentemente en el país para el mejor desarrollo de sus fuerzas económicas.

Tales movimientos no afectan para nada las transacciones normales y corrientes que se efectúan por el mercado oficial, que ha logrado sustraerse así a este género de perturbaciones.

<sup>12</sup> Con el fin de moderar la afluencia de depósitos del exterior en las circunstancias mencionadas el Directorio del Banco Central, el 20 de abril de 1937, estableció como condición de suscripción de Certificados de Participación en los Bonos Consolidados y Certificados de Custodia de Oro y Divisas, que los bancos suscriptores "se obliguen, durante toda la vigencia de dichos Certificados, a no pagar interés alguno por nuevos depósitos de bancos o firmas del extranjero y en general, por nuevos fondos provenientes del exterior".

En Suiza las autoridades monetarias se vieron precisadas a tomar serias medidas. "A pedido de la Banque Nationale Suisse —expresa el texto de una comunicación del 12 de noviembre pasado recibida de Zurich— los bancos y banqueros se han visto en la necesidad de examinar la forma de detener la afluencia extremadamente importante de capitales extranjeros y devolver por lo menos una parte de las sumas excesivas de depósitos extranjeros existentes. A pedido de la Banque Nationale Suisse —se agrega— los bancos y banqueros han resuelto no conceder a sus corresponsales bancarios en el extranjero, a partir del 15 de noviembre de 1937, la facultad de mantener en Suiza depósitos a la vista sino en la medida en que éstos correspondan a las sumas necesarias al desenvolvimiento de las relaciones de negocios normales y siempre que los fondos no pasen de una suma que, de acuerdo con la experiencia, pueda ser calificada como normal."

## 15. SOLO EL MERCADO OFICIAL INFLUYE EN LOS PRECIOS INTERNOS

Por todo lo que acaba de expresarse, las razones fundamentales en favor del mantenimiento de la estabilidad del mercado oficial pierden gran parte de su fuerza en lo que atañe al mercado libre. La naturaleza e influencia de ambos mercados, es en efecto, sustancialmente distinta. Mientras los tipos del mercado oficial tienen un papel decisivo en la determinación del nivel de precios internos, los del mercado libre no entrañan el mismo significado económico ni la misma trascendencia.

Los precios de nuestra producción exportable se rigen por el tipo comprador de cambio del mercado oficial y los de nuestras importaciones por el tipo vendedor en el mismo mercado. Éstos son los principales elementos constitutivos del nivel general de nuestros precios mayoristas, cuyo índice marca ahora la cifra de 111,7 referida a la base 100 de 1926, o sea algunos puntos sobre el nivel anterior a la crisis. No puede haber duda de que, dado el nivel actual de los precios agrarios e industriales en el mundo, una nueva depreciación de la moneda argentina en el mercado oficial haría subir correlativamente esos precios mayoristas o influiría sobre el costo de la vida con serias repercusiones económicas y sociales<sup>13</sup>.

Nos encontramos, pues, en circunstancias muy distintas de las que prevalecieron durante la última crisis, cuando la depreciación de la moneda permitió amortiguar en nuestra economía interna la violencia con que caían los precios internacionales.

El precio de la moneda en el mercado libre carece por cierto de esta influencia. Los pagos por concepto de importaciones llegaron en 1937 a m\$.n. 255,8 millones (al tipo de m\$.n. 15 por £) o sea el 16,9 % de los pagos totales por este concepto, de los cuales cerca de m\$.n. 100 millones corresponden a remesas de

<sup>13</sup> El índice del costo de la vida, a pesar del alza de los últimos años, se mantiene debajo del de 1926; su adaptación a los precios mayoristas, como es sabido, se produce siempre con lentitud.

importadores de automóviles y accesorios.

En cuanto a las demás transacciones del mercado libre, basta recordar su índole para persuadirse de que su influencia sobre el nivel interno de precios es imperceptible.

No ha de juzgarse por esto que deba ser indiferente el curso del peso en ese mercado. Antes bien, sería muy deseable reducir al mínimo la amplitud de sus fluctuaciones por el significado financiero del mercado libre en las plazas extranjeras. Se ha explicado ya la intervención que le ha correspondido en este respecto al Banco Central, el cual no puede, por supuesto, despreocuparse de la evolución del peso libre. Pero tal intervención está limitada en todo caso por la magnitud de la masa de divisas adquiridas en el mismo mercado, y por las que las circunstancias permitan tomar del sobrante de divisas del mercado oficial, una vez cubiertas sus necesidades actuales y hechas las reservas prudentes para las necesidades previstas.

## 16. FUNCION DE LAS RESERVAS DEL MERCADO OFICIAL

El empleo oportuno de esas reservas es sin duda preferible a acentuar el funcionamiento del mecanismo restrictivo de que dispone el mercado oficial de cambios con el otorgamiento de permisos previos. No se ignora que en los últimos años los permisos se han concedido con liberalidad en vista de la holgada posición de divisas. Más que como instrumento restrictivo, han actuado como medio selectivo desviando hacia el mercado libre las importaciones que no podían atenderse por el mercado oficial dentro de la modalidad de los convenios de cambio. Tanto es así, que las importaciones atendidas por el mercado oficial han crecido últimamente en forma intensa, según lo señalan las cifras del cuadro de la página siguiente.

Este crecimiento de las importaciones es la consecuencia natural del mayor poder adquisitivo que el país ha tenido por el crecimiento de sus exportaciones. Del mismo modo, las importaciones deberán también, llegado el momento, adaptarse a un me-

nor volumen de poder adquisitivo. Las reservas de divisas están precisamente para que esta adaptación se realice sin sacudimientos y sin que sea necesario acudir a la aplicación drástica de medidas restrictivas sino en casos de persistente desequilibrio.

### Importaciones pagadas por el Mercado Oficial

(Al tipo vendedor)

A ñ o	Millones de m\$n.
1934	828
1935	899
1936	919
1937	1.287

En el mercado libre las importaciones no están sujetas a permiso alguno. Su volumen se regula espontáneamente por las mismas condiciones del mercado. Si la importación es excesiva para los recursos de éste, habrá más demanda de cambio para satisfacerla y el alza consiguiente de las monedas extranjeras propenderá a corregir el exceso, de acuerdo con la antigua ley de la oferta y la demanda.

Estas observaciones sobre el funcionamiento de los dos mercados de cambio no comportan de ningún modo la expresión de nuevos principios de política monetaria, sino la adaptación circunstancial a una realidad que escapa a nuestro arbitrio, a la espera de que el restablecimiento monetario de los principales países haga posible suprimir las medidas restrictivas y volver al juego mucho más eficiente de la libertad de transacciones en un régimen monetario normal.

... de los recursos de los departamentos y de los municipios...

Tabla N.º 1. - Recursos de los departamentos y municipios...

Año	Recursos
1921	1.200
1922	1.300
1923	1.400
1924	1.500

... de los recursos de los departamentos y de los municipios...

Capítulo IV

... de los recursos de los departamentos y de los municipios...

LA POLITICA DE ABSORCION DE FONDOS

- 17. MEDIOS DE PAGO E IMPORTACIONES
- 18. EL EXCESO DE FONDOS BANCARIOS
- 19. CIFRAS DE CERTIFICADOS
- 20. RECURSOS PARA OPERACIONES FUTURAS
- 21. PELIGROS DE LA EXPANSION DEL CREDITO
- 22. TRASTORNOS PRODUCIDOS POR EL DEFICIT PRESUPUESTARIO

## 17. MEDIOS DE PAGO E IMPORTACIONES

La plétora de fondos provocada por el ingreso de divisas constituye otro de los problemas resultantes de los saldos positivos de nuestras cuentas exteriores en los últimos años. Ha llegado ahora el momento de examinarlo.

Antes de referirnos a la forma en que el Banco Central ha continuado su política de absorción de esos fondos, y para el mejor entendimiento de este asunto, conviene recordar brevemente la íntima conexión entre el movimiento de divisas, los medios de pago y los fondos bancarios.

Cuando los bancos adquieren de su clientela el exceso de divisas originado por aquellos saldos positivos, le acreditan su equivalente y crean así medios de pago o medio circulante —como quiera llamárseles— en forma de depósitos en cuenta corriente. A su vez, al vender esas divisas al Banco Central, éste acredita su importe en las cuentas de efectivo de los bancos, los cuales reciben en tal forma nuevos fondos bancarios.

El Banco Central ha perseguido el propósito de absorber estas disponibilidades adicionales para contrarrestar la tendencia natural de los bancos a expandir el crédito conforme se acrecienta su efectivo. Pero no se ha tratado de neutralizar los medios de pago, fuera de las operaciones efectuadas con motivo de la repatriación de la deuda, por motivos que pasamos a explicar.

Es un hecho sistemáticamente comprobado en nuestro país que esos medios de pago traídos por el ingreso de divisas (al igual que en el caso de entradas de metálico en un régimen de patrón oro) tienden finalmente a cancelarse, lo mismo que tales divisas,

puesto que se emplean después de cierto tiempo en el pago de las mayores importaciones y remesas al exterior que ellos mismos han originado. Solo queda en el país la cantidad adicional de circulante que van requiriendo el crecimiento de la población y el del volumen de las transacciones.

No es otro el mecanismo por el cual las importaciones dependen de continuo a adaptarse al aumento de las exportaciones y demás elementos activos de nuestras cuentas exteriores. El incremento de las importaciones es por lo tanto una consecuencia natural del incremento de la capacidad adquisitiva exterior, reflejada en más abundantes medios de pago.

Desde el punto de vista monetario, el programa de repatriación de deuda externa del Gobierno Nacional ha consistido en retirar del mercado, mediante la negociación de títulos y letras de tesorería y la utilización de beneficios de cambio, los medios de pago necesarios para adquirir del Banco Central las divisas requeridas por esta operación. En esta forma, las divisas que de otro modo hubiesen sido empleadas en el pago de importaciones, lo fueron en el rescate de títulos externos, con el consiguiente alivio de servicios en el pasivo de nuestro balance de pagos. El equivalente de las divisas adquiridas fue de m\$.n. 357,3 millones (al tipo de m\$.n. 15 por £). A esta cantidad se agregaron después m\$.n. 98,2 millones por otras operaciones de repatriación, las cuales, si bien ayudaron a descongestionar el mercado monetario contribuyendo así a la realización del propósito perseguido por el Banco Central, no fueron ajenas a la perturbación de la plaza bursátil, como se verá a su tiempo.

Fuera de estas operaciones especiales, la política del Banco Central no ha tenido como punto de mira la esterilización de medios de pago —pues ello hubiera significado interferir, sin necesidad alguna, en el crecimiento normal de las importaciones— sino la absorción de fondos bancarios.

## 18. EL EXCESO DE FONDOS BANCARIOS

Ya hemos dicho que con esta política el Banco Central ha tratado de evitar que los Bancos, impulsados por el aumento de

sus efectivos, expandiesen sus préstamos e inversiones y creasen así nuevas cantidades de medio circulante no requeridas por el desenvolvimiento de las transacciones. Este nuevo medio circulante, lo mismo que el originado por el ingreso de divisas, se traduce también en demanda adicional de cambio, una vez cumplido su circuito interno. Pero como no está respaldado por una masa equivalente de divisas, según acontece en el caso anterior, viene a gravitar sobre las reservas metálicas preexistentes, y, si es intensa la expansión del crédito, llega a constituir un serio elemento de trastornos monetarios.

Para contrarrestar esta tendencia espontánea a la expansión del crédito, el Banco Central ha tenido desde sus comienzos la preocupación dominante, primero, de absorber los fondos provenientes de la revaluación del metálico en la forma que se explicó en Memorias anteriores, y luego, de evitar que el ingreso de divisas aumente en cantidad equivalente el volumen de los fondos bancarios. Con este último propósito el Banco Central acudió a dos procedimientos: retirar y cancelar de inmediato los fondos que iba creando al comprar divisas a los bancos, mediante la colocación entre esos u otros bancos de Certificados de Participación en Bonos Consolidados, Letras de Tesorería especiales, o Certificados de Custodia de Oro y Divisas; o utilizar los recursos disponibles del Fondo de Divisas para pagar dichas compras a los bancos, sin tener necesidad de crear nuevos fondos bancarios. Cualquiera de estos procedimientos conduce en fin de cuentas al mismo resultado perseguido.

Ya se mencionó en la Memoria anterior que cuando la cantidad disponible de Certificados de Participación en Bonos Consolidados estaba por agotarse, el Gobierno Nacional autorizó al Banco Central a emitir Letras de Tesorería hasta m\$.n. 100 millones con igual propósito; el producto de estas letras fue aplicado a la compra de divisas que a su tiempo se utilizaron en la repatriación de la deuda. Pero como la creación de nuevos fondos seguía en aumento, el Banco Central, a fin de no debilitar su acción en el mercado, se vio precisado a buscar un nuevo instrumento de absorción. Decidió entonces emitir Certificados de Custodia de Oro y Divisas, y comenzó a operar en ellos en el mes de

marzo. Estos Certificados se colocan entre los bancos en igual forma que los de Participación en Bonos Consolidados. Los bancos tomadores entregan al Banco Central fondos que éste invierte por cuenta de ellos en una cantidad equivalente de oro y divisas que se pasan a una cuenta especial en custodia. La inversión en oro y divisas produce a los bancos un rendimiento análogo al de los Certificados de Participación en Bonos Consolidados.

En cuanto al segundo procedimiento mencionado, se han utilizado en la adquisición del cambio de los bancos los distintos recursos que alimentan el Fondo de Divisas; beneficios de cambio, producto de la venta de títulos y diversos saldos disponibles del Tesoro Nacional que no tienen aplicación inmediata. Todos estos recursos se invierten transitoriamente en divisas, y cuando el Gobierno resuelve disponer de ellos, el Banco Central adquiere las divisas en cuestión y acredita su equivalente en las cuentas oficiales respectivas.

El monto total de los fondos bancarios absorbido en todas estas formas llegó a un máximo de m\$.n. 1.060,5 millones en mayo del año pasado, incluyendo los fondos residuales de la revaluación del metálico. En seguida esta cifra se fue reduciendo por dos motivos que ya se han mencionado: la utilización de una parte de las divisas del Fondo en la repatriación de la deuda y el egreso de divisas que ocurre en el segundo semestre para compensar el desequilibrio que se desarrolla en el balance de pagos.

A este retiro de fondos bancarios por el Banco Central se debe en gran parte que el efectivo de los bancos haya registrado un promedio de m\$.n. 832,0 millones en 1937, o sea apenas m\$.n. 34,2 millones más que el promedio de 1936.

## 19. CIFRAS DE CERTIFICADOS

Los detalles relativos a la colocación de Certificados de Participación en los Bonos Consolidados se presentan en el cuadro de la siguiente página.

### Colocación de Certificados de Participación en los Bonos Consolidados en 1937

Fecha de emisión de los Certificados	Valor nominal			Certificados en circulación		Interés de las adjudicaciones <sup>1</sup>		
	Ofrecido	Suscripto	Adjudicado	Valor nominal	Valor real	Mínimo	Máximo	Medio
	(En miles de m\$.n.)					(En %)		
Enc. 2	35.600	56.850	35.600	399.000	396.977	1,84	2,00	1,96
" 16	78.550	102.350	78.550	399.000	396.980	1,86	2,02	2,00
Feb. 2	61.000	105.400	61.000	399.000	397.001	1,86	1,99	1,98
" 17	82.850	141.750	82.850	399.000	397.025	1,86	2,02	1,96
Mar. 2	39.100	66.900	39.100	399.000	397.026	1,93	1,96	1,93
" 17	101.900	121.700	101.900	399.000	397.047	1,88	1,88	1,88
Abr. 2	35.600	48.500	30.150	398.550	391.625	1,80	1,90	1,88
" 17	84.000	111.000	70.250	398.550	391.755	1,82	1,86	1,85
" 30	—	—	8.400 <sup>2</sup>			1,78	1,78	1,78
" 30	40.000	50.190	40.000	372.650	370.853	1,80	1,88	1,85
May. 17	82.850	76.900	76.900	366.700	364.935	1,80	1,92	1,88
" 26	—	—	500 <sup>2</sup>	367.200	365.433	1,75	1,75	1,75
" 26	—	—	—	367.200	365.441	1,80	1,92	1,84
Jun. 2	34.100	47.000	34.100			367.200	365.441	1,80
" 17	132.000	92.600	92.600	357.900	356.172	1,76	1,96	1,94
Jul. 2	33.150	53.000	29.850	357.900	356.175	1,80	1,88	1,85
" 17	—	—	3.300 <sup>2</sup>			1,76	1,76	1,76
" 17	78.650	104.500	78.650	357.900	356.180	1,78	1,82	1,82
Ago. 2	62.000	87.320	50.250	366.150	364.399	1,74	1,84	1,81
" 17	76.650	87.900	76.650	366.150	364.414	1,76	1,80	1,80
Set. 2	54.600	41.250	41.250	372.800	371.036	1,74	1,94	1,83
" 17	92.850	103.000	92.850	372.800	371.055	1,77	1,90	1,87
Oct. 2	35.000	13.550	13.550	357.200	355.530	1,80	1,88	1,82
" 16	78.650	93.350	78.650	357.200	355.517	1,78	1,85	1,84
Nov. 2	52.250	70.300	52.250	357.200	355.523	1,76	1,90	1,80
" 17	50.000	81.850	50.000	332.550	330.991	1,72	1,80	1,76
Dic. 2	25.000	50.000	25.000	312.300	310.844	1,72	1,76	1,76
" 17	91.850	118.350	91.850	312.300	310.884	1,72	1,72	1,72
" 31	18.500	12.750	12.750	310.500 <sup>3</sup>	309.094	1,68	1,75	1,72

<sup>1</sup> Para plazos cercanos a 90 días.

<sup>2</sup> Ventas directas.

<sup>3</sup> Al 31 de diciembre de 1936 los Certificados en circulación ascendían a \$ 399.000.000 valor nominal y a m\$.n. 396.970.530 valor real.

Como se advierte en las últimas columnas, los tipos de interés se mantienen en un nivel muy bajo a raíz de la abundancia de recursos invertibles. Los intereses sobre los Certificados de Custodia tuvieron un curso análogo. El monto máximo de estos Certificados se alcanzó en agosto con la cantidad de m\$.n. 290,3 millones, equivalente a £ 19,4 millones.

## 20. RECURSOS PARA OPERACIONES FUTURAS

En previsión de futuras contingencias, el Banco tomó durante el ejercicio de 1937 las medidas necesarias para asegurar la posibilidad de continuar sin trabas la política de absorción si las circunstancias lo aconsejan. Con tal propósito creó una cuenta de "Intereses en Suspense" formada con las diferencias entre los intereses que el Banco percibe por los Bonos Consolidados del Tesoro Nacional y los que paga por los Certificados de Participación en dichos bonos y las diferencias entre los intereses percibidos por el oro y divisas afectado a operaciones de custodia y los intereses devengados por los correspondientes Certificados de Custodia. Al 31 de diciembre último la cuenta de "Intereses en Suspense" registraba un saldo de m\$.n. 5.230.970 de los cuales m\$.n. 3.064.365 corresponden al primero de los conceptos y m\$.n. 2.166.605 al segundo. Como es lógico, la parte de estos intereses que no llegue a utilizarse en lo futuro en la forma indicada, deberá volver oportunamente a la cuenta de "Ganancias y Pérdidas". En tal caso podría considerarse la conveniencia de constituir una reserva especial para amortizaciones de los Bonos Consolidados en previsión de que el Banco Central juzgue oportuno desprenderse de una parte de ellos, de acuerdo con lo que le autoriza el artículo 32 de la Ley N° 12.155.

## 21. PELIGROS DE LA EXPANSION DEL CREDITO

A pesar de esta absorción sistemática de fondos, se ha iniciado en el año 1937 una tendencia expansiva del crédito en virtud de la cual la plaza ha recibido una masa adicional de m\$.n. 104,8 millones de medios de pago.

Es preciso seguir atentamente el curso de este factor de decisiva importancia para el equilibrio monetario y no olvidar la experiencia categórica de otros tiempos. No se necesita retroceder mucho para encontrar un caso típico cuya repetición debe prevenirse a toda costa. A mediados de 1928, precisamente cuan-

do se inician las exportaciones de oro por el desequilibrio en el balance de pagos, comienza también una intensa dilatación de los préstamos e inversiones de los bancos que no se justifica de ningún modo por las necesidades genuinas de la producción y los negocios. Este proceso de inflación del crédito, que comprueba una vez más la validez de viejos principios monetarios, contribuyó poderosamente a expeler del país todo el oro que había entrado desde 1927. Entre setiembre de 1928 y diciembre de 1929, al cerrarse la Caja de Conversión, se exportó un equivalente de m\$.n. 425,5 millones de metálico. El aumento de los préstamos, causado en gran parte por el déficit fiscal, lanzaba constantemente a la plaza nuevas cantidades de poder adquisitivo artificialmente creado que permitieron al país continuar con un gran volumen de importaciones, no obstante la fuerte disminución en sus recursos reales. Posteriormente la caída violenta de los precios internacionales sorprendió al país debilitado ya por un persistente desequilibrio.

Es necesario aprovechar la experiencia pasada y seguir una prudente política de crédito en un año en que se contrae el volumen de la producción agraria. Deben limitarse en lo posible los préstamos para nuevos negocios o la ampliación de los negocios existentes, postergándolos para oportunidades más favorables. Sería muy conveniente, además, evitar el aumento de las inmovilizaciones, a fin de no disminuir la liquidez de las carteras bancarias. Entrañan, evidentemente, este peligro, los préstamos para la realización de trabajos públicos. Ni ellos, ni las cauciones efectuadas para colocar nuevas emisiones de títulos, constituyen un procedimiento sano de financiación de estos trabajos. Hay en esta materia una verdad elemental e incontrovertible según la cual no se puede, sin serias consecuencias para la estabilidad monetaria, sustituir o aumentar mediante arbitrios bancarios la masa real y efectiva de ahorro que la población está dispuesta a invertir de año en año en fondos públicos.

La observación de estas normas razonables de liquidez es esencial para el buen funcionamiento de todo el sistema bancario. La Ley de Bancos, inspirada en razones de mucho peso, ha dejado a los bancos gran libertad de acción a este respecto. Por lo

mismo su responsabilidad pública es considerable, pues, según sea su política de crédito, aumentan o restringen sensiblemente el poder adquisitivo de la colectividad.

En este sentido, el Banco Central ha visto con simpatía el comienzo de una política de cooperación entre los principales bancos del país para evitar que los bajos tipos de interés provenientes de una competencia inmoderada conduzcan a lamentables exageraciones.

## 22. TRASTORNOS PRODUCIDOS POR EL DEFICIT PRESUPUESTARIO

No ha de olvidarse, sin embargo, que en este problema de la expansión del crédito el déficit presupuestario desempeña un papel de primordial importancia. La exposición de motivos de la Ley del Banco Central expresaba claramente que "si el Estado cubre sus gastos con crédito bancario origina un incremento en los medios de pago (sean billetes o depósitos) que no está justificado por el incremento de las transacciones. Se incorpora así al mercado, debido a esos actos, una cantidad adicional de poder adquisitivo que antes no existía. Y si este hecho tiene tal magnitud que no logra ser neutralizado con el nuevo ahorro que ingresa en los bancos y que éstos no emplean en aumentar sus préstamos, no tarda en comenzar un proceso de inflación con sus conocidas y perniciosas consecuencias"<sup>14</sup>.

La Nación ha logrado extirpar el déficit después de un esfuerzo grande y sostenido. Mantener ese equilibrio y evitar igualmente el déficit en las provincias y municipalidades constituye una tarea de vital importancia para la sanidad del sistema monetario.

<sup>14</sup> Leyes sobre bancos y moneda. Ministerio de Hacienda de la Nación, 1935, pág. 84.

## EL CICLO ECONOMICO Y LA POLITICA MONETARIA <sup>15</sup>

- 23. ELEMENTOS TIPICOS DE NUESTRO CICLO ECONOMICO
- 24. MEDIOS DE PAGO E IMPORTACIONES
- 25. TRASTORNOS DEBIDOS A LA EXPANSION DEL CREDITO
- 26. EL CREDITO BANCARIO NORMAL
- 27. INMOVILIZACIONES TRANSITORIAS DEL CREDITO NORMAL
- 28. DIFERENCIA ENTRE CREDITO Y AHORRO
- 29. EL CICLO DE LOS TRASTORNOS MONETARIOS

<sup>15</sup> Memoria anual, 1938, págs. 5-27.

## 23. ELEMENTOS TÍPICOS DE NUESTRO CICLO ECONOMICO

No entra, por supuesto, dentro de los propósitos de este capítulo el estudio académico del ciclo económico argentino. Hemos de limitarnos a explicar brevemente la forma en que se desarrolla, según lo enseñan la experiencia de otras épocas y los acontecimientos ocurridos bajo nuestra propia y directa observación, y referir antecedentes que, no obstante ser de conocimiento común, ayudan a interpretar con mejor perspectiva los hechos y a plantear con claridad los objetivos de nuestra política monetaria.

Como país agrario y campo de inversión de capitales extranjeros, en el desarrollo de nuestros movimientos ondulatorios prevalecen, por un lado, las variaciones del volumen físico de la producción del suelo, sus precios y el grado de absorción de los productos en el mercado internacional, y por otro, la mayor o menor afluencia de estos capitales extranjeros. Aparte de las alternativas de la producción rural, sujetas desde luego a las contingencias meteorológicas, los otros elementos que acabamos de señalar mantienen estrecha relación con los fenómenos cíclicos exteriores que así se reflejan sobre el ciclo económico argentino.

La intensidad y duración de nuestros ciclos no sólo dependen de la fuerza aislada de cada uno de esos factores, sino también de la forma y oportunidad con que se yuxtaponen sumando su acción o neutralizándose entre sí en grado variable.

Las primeras manifestaciones de la fase ascendente aparecen, pues, en el balance de pagos. El aumento de la exportación

o la mayor inversión de capitales extranjeros, o ambos elementos a la vez, provocan un saldo positivo que repercute de inmediato en la situación monetaria interna. El proceso es muy simple. Ese saldo positivo se traduce en una oferta de divisas superior a la demanda. Los bancos adquieren el excedente y acreditan o depositan su importe en moneda nacional en las cuentas corrientes de los vendedores. A su vez, dichos bancos transfieren por lo general ese excedente de divisas al Banco Central, quien les acredita del mismo modo el equivalente en sus cuentas de efectivo, creando así nuevos fondos bancarios<sup>16</sup>, y mantiene esas divisas como tales, o transformadas en oro, a la espera de la oportunidad para emplearlas.

Anótese ahora esta primera conclusión: el saldo positivo de las cuentas internacionales se manifiesta en seguida en una dilatación equivalente de los medios de pago del público, en forma de depósitos corrientes y del efectivo de los bancos depositado en el Banco Central.

El aumento de los medios de pago se distribuye primeramente entre los sectores de la población favorecidos en forma directa por el incremento de la exportación o de la inversión de capitales y acrecienta así en grado equivalente la cantidad de poder adquisitivo de estos sectores. Aumenta pues la demanda general de mercaderías y servicios; y las importaciones, que en nuestro país son muy sensibles, se sienten aguijadas muy prontamente.

#### 24. MEDIOS DE PAGO E IMPORTACIONES

Las importaciones tienden en verdad a crecer en estrecha relación con el incremento de los medios de pago. No parecería así a simple vista si sólo una parte de lo que se consume proviene

<sup>16</sup> Bajo el régimen de la Caja de Conversión el juego era idéntico: solo que los bancos en vez de vender divisas le entregaban oro, y que la Caja en lugar de acreditarles su importe les pagaba con billetes. Los efectos monetarios son exactamente iguales.

del exterior y la industria local abastece una proporción creciente de la demanda general. Pero un análisis más detenido comprueba el aserto. Supóngase, para tomar un ejemplo de extrema simplicidad, que en el conjunto de las mercaderías y servicios que consume la población, apenas el 20 % esté formado por las importaciones; supóngase, además, que el aumento de los medios de pago sea de m\$.n. 300 millones y que esta cantidad se gaste íntegramente por quienes la reciben. De acuerdo con ese por ciento, m\$.n. 60 millones del incremento de la demanda corresponderían a la importación. Los m\$.n. 240 millones restantes serían satisfechos por la producción de mercaderías y servicios locales, que vendría en esta forma a recibir esa cantidad adicional de poder adquisitivo. Suponiendo ahora que de estos m\$.n. 240 millones se gaste también el 20 % en artículos del exterior (y podríamos variar el por ciento sin alterar la conclusión final), la importación crecería en m\$.n. 48 millones más cancelando una cantidad equivalente de medios de pago. Los m\$.n. 192 millones restantes de estos últimos constituirían a su vez nuevo poder adquisitivo en las manos a que llegan. Y así, continuando el razonamiento, veríamos cómo al pasar de mano se amplían los efectos de la masa originaria de poder adquisitivo que se puso en circulación. En cada etapa del proceso una parte del poder adquisitivo que se transfiere se dedica a la importación, la cual va creciendo sucesivamente y aproximándose en esta forma a un valor equivalente a los m\$.n. 300 millones iniciales.

Se trata de un ejemplo muy esquemático en donde se ha considerado que la producción local de mercaderías y servicios es susceptible de expandirse considerablemente, como sucede en casos de intensa desocupación. Si así no fuera y la demanda adicional no pudiera ser satisfecha por las actividades locales, el poder de compra adicional iría más fácil y prontamente a la importación, con un menor número de transferencias de mano en mano, o en otros términos, con un menor estímulo de las transacciones internas<sup>17</sup>.

<sup>17</sup> La intervención de las múltiples variables que complican todo problema económico real trastornan las relaciones numéricas del ejemplo. Si el nuevo poder adquisitivo se ahorra en vez de gastarse, será menor el crecimiento de la impor-

Hubiéramos excusado esta explicación si ella, además de dilucidar un punto importante, no nos permitiese luego señalar las consecuencias de la expansión del crédito sobre el balance de pagos, punto cuyo pleno reconocimiento es de cardinal importancia para la política monetaria argentina. Además, la simple reflexión en el caso planteado nos lleva a discernir la diferente posición en que los distintos países se encuentran frente a la política que suele preconizarse de aumentar artificialmente la cantidad de medios de pago para estimular la actividad económica interna. Allí donde las importaciones solo constituyen una parte pequeña del consumo nacional, los efectos perturbadores sobre el balance de pagos son por supuesto menos serios que en países como el nuestro, donde aquéllas forman parte importantísima de lo que su población y sus industrias requieren.

Al crecer las importaciones en virtud de su íntimo enlace con los medios de pago, tienden a expelerse el oro y las divisas que habían entrado anteriormente en el país por el saldo positivo de las cuentas internacionales, y a cancelarse en esta forma los correspondientes medios de pago. No hay en todo ello trastornos monetarios de ninguna suerte, si bien la fluctuación resultante en la actividad económica trae consecuencias de otra índole que consideraremos más adelante.

## 25. TRASTORNOS DEBIDOS A LA EXPANSION DEL CREDITO

Los trastornos monetarios del ciclo sobrevienen, en realidad, cuando por la expansión del crédito se crea nuevo medio circulante que se agrega al que resulta del balance positivo de pagos.

tación. Las variaciones en la velocidad de circulación del dinero alteran también el desarrollo del fenómeno, así como el crecimiento en las necesidades monetarias del público. En este sentido, la aproximación a los m\$u. 300 millones de importación del ejemplo citado sería tanto mayor cuanto menor fuese la cantidad de dinero retenida de etapa en etapa por incremento en dichas necesidades monetarias. Por otro lado, si el aumento de los medios de pago obedece a la inversión de capitales extranjeros, aumentan los servicios financieros a girar al exterior y en la medida en que ello ocurre se cancela una cantidad correspondiente de poder adquisitivo y crecen con menos fuerza las importaciones. Y de este modo el ejemplo podría complicarse al infinito.

Véase ahora cómo suele ocurrir esta perturbación, tan frecuente en nuestra historia monetaria. Cuando de acuerdo con el mecanismo que se ha expuesto los bancos traspasan al instituto emisor (llámese Caja de Conversión o Banco Central) el excedente de oro o de divisas que compraron, aumentan en cantidad equivalente el efectivo de sus arcas. Cada banco, como es natural, trata de aprovechar este aumento para acrecentar sus operaciones de préstamos, sobre todo si la proporción anterior de su efectivo con respecto a sus depósitos se mantenía en un nivel satisfactorio. A este respecto es un hecho bien conocido y muy fácil de explicar que los bancos, en virtud de la expansión del crédito, pueden crear una masa adicional de depósitos corrientes dos, tres o más veces mayor que el nuevo efectivo que reciben según las circunstancias y el distinto grado de prudencia que los mueve.

Como quiera que ello sea, los medios de pago que así se lanzan al mercado surten los mismos efectos que los provenientes del ingreso de oro y divisas. Pero mientras el crecimiento de las importaciones que estos últimos provocan encuentra para su correspondiente pago esas mismas divisas, las importaciones estimuladas por el medio circulante creado por los nuevos préstamos, deben ser abonadas con las reservas metálicas preexistentes en el instituto monetario.

Aquí radica el carácter esencialmente perturbador de esta suerte de expansión del crédito. En efecto, las importaciones sobrecrecidas en esta forma, desequilibran el balance de pagos y provocan una presión de la demanda sobre la oferta de cambios tanto más fuerte cuanto mayor haya sido la dilatación de los préstamos. Es necesario desprenderse de metálico o de divisas para colmar la diferencia, y si los medios de pago, no obstante estos síntomas inequívocos de su redundancia, se continúan creando con nuevos aumentos en los préstamos, la progresiva disminución de las tenencias de oro y la contracción paralela del efectivo de los bancos no tardan en forzar al país al abandono del patrón oro o a una más fuerte depreciación de la moneda si ya ha sido abandonado, como más de una vez lo han demostrado graves acontecimientos de nuestra historia monetaria. Por donde se verifica

también entre nosotros aquel viejo principio según el cual los medios de pago redundantes —y en este caso lo son— tienden a expeler las reservas monetarias del país. La depreciación se acentúa luego en tanto prosigue la emisión de depósitos corrientes por la vía crediticia, que es esencialmente igual en sus efectos a la emisión de billetes<sup>18</sup>.

Así ocurren, pues, los trastornos monetarios en nuestro ciclo económico, que pueden derivar hacia una crisis aguda. Tales trastornos no son inherentes al proceso del ciclo, si bien le acompañan con gran frecuencia por la reacción natural y espontánea de los bancos ante el aumento de sus efectivos.

Es ésta, por cierto, una descripción muy sumaria, en donde se simplifica en lo posible, eliminando todas las particularidades y complicaciones que el fenómeno ha tenido en nuestra realidad económica.

## 26. EL CREDITO BANCARIO NORMAL

En la explicación anterior no se tomó en cuenta la calidad de crédito sino la cantidad de crédito. El dilucidar este punto tiene importancia, pues no es necesario que la expansión de los préstamos se haya producido en operaciones arriesgadas o haya engendrado abusos especulativos, según se ha notado con alguna frecuencia en estos movimientos. Pueden concebirse, en efecto, operaciones muy sanas y convenientes desde el punto de vista económico y que sin embargo han contribuido a suscitar dificultades monetarias por tratarse de cantidades muy abultadas o de inmobilizaciones exageradas de los recursos bancarios.

Esto nos obliga a precisar más nuestras ideas sobre el particular, como que son el fundamento de las recomendaciones que el

<sup>18</sup> No es ésta la causa exclusiva de la depreciación monetaria. Ella puede deberse no sólo al desequilibrio en el balance de pagos provocado por la expansión del medio circulante sino también al que se origina por una persistente caída de precios que reduce de más en más las exportaciones. Este factor fue de gran importancia en el ciclo de 1929, en cuya primera parte, sin embargo, actuó en forma preponderante la dilatación del crédito.

Banco Central formuló a los bancos el año 1937, sugiriéndoles una actitud cautelosa en el otorgamiento de nuevos créditos y en su plazo de liquidación.

Hay que distinguir, ante todo, entre las financiaciones e inmobilizaciones de fondos y lo que podría llamarse las necesidades normales de crédito de la actividad económica. Estas últimas constituyen la actividad específica de los bancos de depósitos y descuentos. Se trata de operaciones de fácil liquidación, mientras que aquéllas son operaciones típicas de inversión, de amortización lenta, que solo deben efectuarse dentro de límites prudentes por razones elementales de sanidad monetaria.

Ese crédito bancario normal presupone una liquidación fácil, pues tiene en vista el pronto expendio de las mercaderías que, gracias a él, se producen, importan y mueven hasta llegar al comprador. Entraña también la creación de poder adquisitivo por los bancos, pero por el tiempo relativamente breve que abarca el circuito normal de los negocios, desde la producción o importación hasta el pago de los artículos o servicios. Hay así en todo momento una masa considerable de crédito que se va liquidando continuamente para dar lugar a nuevas operaciones en el curso normal de la actividad económica.

Tanto el proceso productivo en la tierra o en la industria, como el comercio, se desenvuelven en gran parte con la ayuda de ese crédito bancario, el cual contribuye así a dotar a la población que directa e indirectamente depende de ellos, del poder adquisitivo que requiere para proseguir sus consumos, tanto de artículos importados como de mercaderías y servicios de producción local.

El ritmo de estas actividades, así como el de los préstamos bancarios de que hacen uso, depende fundamentalmente de la expectativa de venta de las mercaderías que constituyen el objeto de dichos procesos. Así también la variable intensidad de los pedidos de mercaderías del exterior. Subordinado a esas ventas próximas, el poder adquisitivo de origen crediticio es de suyo de corta duración, salvo en ciertos casos que veremos más adelante.

La expectativa de esas próximas ventas es materia de innu-

merables conjeturas de productores, comerciantes, empresarios y entidades bancarias. Y como tal se encuentra sujeta a las corrientes psicológicas de optimismo o pesimismo que influyen en el desenvolvimiento de los negocios. Entre nosotros, como país agrario, esas conjeturas se refieren principalmente a las perspectivas de la producción del suelo en vista de su intensa repercusión sobre el estado económico general. En efecto, un incremento en el valor de esa producción, aparte de su consecuencia directa sobre las importaciones, no solo tiende a expandir proporcionalmente la demanda de artículos y servicios locales que la población rural consume, sino que acrecienta también la demanda de quienes producen y expenden esas mercaderías y servicios y de los que, a su vez, suministran a estos últimos lo que necesitan consumir; y así sucesivamente. Se estimula y amplía en esta forma la actividad económica interna con mayor intensidad que la que resulta de la demanda directa de la población agraria. Inversamente, el descenso en el valor de la producción rural acentúa sus efectos depresivos sobre la economía general.

## 27. INMOVILIZACIONES TRANSITORIAS DEL CREDITO NORMAL

Si las perspectivas de la producción rural influyen tan poderosamente en el ritmo del proceso productivo y comercial y en el de la función crediticia, es natural, que, en la medida en que la realidad sea inferior a las expectativas que sobre ellas se habían fundado, ocurren frecuentemente en el funcionamiento de la economía ciertas perturbaciones características que requieren poner en juego los resortes de elasticidad de un buen sistema de moneda y bancos.

Sucede en tales casos que la producción de la industria local y la importación resultan superiores a la absorción real del mercado. Las expectativas de venta se cumplen en menor grado. Y los créditos no pueden liquidarse en la forma prevista. Hay, pues, inmovilización de crédito, no por su origen sino por la fuerza de los hechos, y el dinero prestado no vuelve prontamente a

las arcas de los bancos. Por otro lado, con una exportación menor que la esperada y una importación mayor que la necesaria, es imprescindible desprenderse de oro o divisas para compensar el déficit del balance de pagos. Pero este déficit es transitorio pues las importaciones tienden a reducirse espontáneamente por ser inferior el poder adquisitivo resultante de la producción rural. Todos estos son acontecimientos ordinarios en un país rural, y el efectivo de los bancos, así como las reservas monetarias del Banco Central, deben encontrarse en condiciones de afrontar fácilmente tales exigencias de la realidad sin provocar una intensa restricción de créditos, que en esas circunstancias resultaría contraproducente<sup>19</sup>.

Es muy explicable que los bancos se encuentren en condiciones tanto mejores para hacer frente a esas inmovilizaciones inevitables del crédito normal, cuanto menos hayan inmovilizado anteriormente sus recursos en financiaciones u operaciones de inversión.

Tal es la índole del crédito bancario normal y la importante función que con él desempeñan los bancos. Corresponde a su habilidad y prudencia el proveer a las actividades económicas del volumen de medios de pago que requieran según el ritmo con que éstas se desarrollan. Y compete, a su vez, al Banco Central, suministrar a aquellos bancos los recursos suplementarios de que tienen necesidad para no privar a los negocios genuinos del medio circulante que les hace falta. Es éste uno de los propósitos fundamentales del redescuento, que, por la misma índole de la necesidad que se propone satisfacer, sólo puede realizarse con papel corto de fácil liquidación y que corresponda a un movimiento real de mercaderías, esto es, con un papel emergente de un proceso productivo o comercial que se base en la venta de ellas y tenga en vista su próximo expendio.

<sup>19</sup> Nos referimos, por supuesto, a una restricción general y no a la que convenga aplicar en tal o cual sector de la actividad económica en donde sea conveniente provocar una saludable liquidación para corregir errores o exageraciones.

var el desequilibrio en las cuentas internacionales.

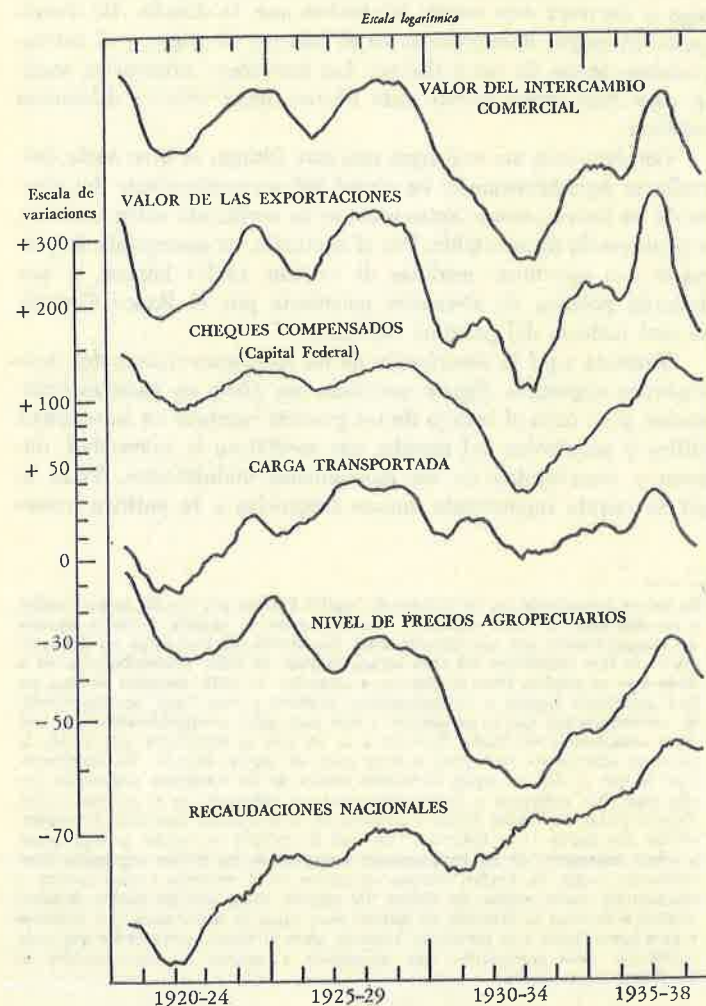
## 29. EL CICLO DE LOS TRASTORNOS MONETARIOS

Es posible ahora precisar mejor la forma en que se desarrolla el movimiento cíclico. En la fase ascendente aumentan las importaciones, la actividad de la industria interna y los negocios en general. Hay prosperidad. Es el efecto de los mayores medios de pago en que se traduce el oro y las divisas que ingresan por el crecimiento en las exportaciones y la inversión de capitales exteriores. El aumento subsiguiente de las importaciones tiende a desequilibrar el balance de pagos; y ese desequilibrio se acentúa cuando llega ineludiblemente el momento en que las exportaciones descienden y disminuye o se suspende la entrada de esos capitales, mientras han crecido los servicios financieros. Se despliega entonces la fase descendente. Egresan el oro y las divisas traídas anteriormente, en tanto que la disminución del poder adquisitivo va restringiendo la industria y los negocios internos y encogiéndose las importaciones. Se tiende así nuevamente a restablecer el equilibrio. No habiendo expansión de crédito no hay tampoco mayores trastornos monetarios. Pero no por ello deja de ser serio el problema del ciclo, pues todas las actividades económicas del país —según es fácil comprobarlo en las líneas del gráfico anexo— están sometidas de continuo a esa sucesión de períodos de sobrecrecimiento y contracción que según la intensidad y rapidez de las mutaciones llegan a ser muy perturbadores. Las finanzas del Estado se resienten también de estas consecuencias. El incremento de las recaudaciones y las colocaciones de títulos dilatan los gastos fiscales, que no se comprimen fácilmente cuando se invierte el movimiento.

Si hay expansión del crédito, el nuevo poder adquisitivo que con ella se crea acentúa el impulso ascendente de la época de prosperidad y crecen con más fuerza la actividad económica interna y las importaciones. Y si cuando llega la fase descendente y bajan las exportaciones y las inversiones de capitales extranje-

### El movimiento cíclico argentino a través de los principales índices de la actividad económica

(Promedios móviles de 12 meses)



ros<sup>20</sup>, prosigue la expansión crediticia, ya sea por el propio impulso adquirido o por consecuencia de déficit fiscal, las importaciones y la actividad interna tienden primero a mantener su volumen y luego a decrecer con menor intensidad que la debida. De donde resulta un mayor desequilibrio en el balance de pagos y el correspondiente egreso de oro y divisas. Los trastornos monetarios resultan pues más serios cuanto más intensa haya sido la dilatación crediticia.

Consignemos, sin embargo, que esta última, si bien suele desarrollarse espontáneamente en virtud del acrecentamiento del efectivo de los bancos, como tantas veces se ha verificado entre nosotros, no es necesaria ni inevitable. Por el contrario, es susceptible de prevenirse con oportunas medidas de cautela de los bancos, y una adecuada política de absorción monetaria por el Banco Central. Eso será materia del próximo capítulo.

Termina aquí la descripción de los elementos típicos del ciclo económico argentino. Siguen actuando hoy como en pasadas experiencias, pero bajo el influjo de los grandes cambios en la realidad política y económica del mundo, que modifican la intensidad, duración y complejidad de los movimientos ondulatorios. Todo lo cual ha venido imponiendo nuevas exigencias a la política mone-

<sup>20</sup> No hemos considerado las inversiones de capital flotante por ser un hecho reciente y no observado en ciclos anteriores. Ya explicamos en nuestra Memoria anterior las complicaciones que nos trajeron estas inversiones. Se efectuaron en abundancia en la fase ascendente del ciclo actual, después de 1935, y contribuyeron así a darle más intensidad. Pero al parecer, a mediados de 1937, síntomas de que esa fase ascendente llegaba a su agotamiento, primero, y muy luego por repercusión de acontecimientos que no concernían a este país, salió precipitadamente una cantidad considerable de fondos flotantes a la vez que se estrechaba más y más la corriente anterior de inversiones a largo plazo de capital exterior. No repetiremos aquí lo que se dijo en aquel documento acerca de los trastornos monetarios que ello trajo. Nos ceñiremos a indicar brevemente su influencia en el proceso cíclico. Cuando entran los fondos flotantes producen en el mecanismo monetario los mismos efectos que tantas veces habíamos visto con la entrada de capital a largo plazo, a saber, incremento de las importaciones y empleo de las divisas ingresadas anteriormente; luego, los fondos flotantes se retiran en el momento menos previsto y originan un nuevo empleo de divisas. De manera, pues, que los fondos flotantes tienden a duplicar la demanda de divisas: para pagar la importación que provocan y para hacer frente a su reembolso. Lejos de tener el efecto compensador que pudo concebirse, estos movimientos han propendido a agravar las consecuencias de las fluctuaciones cíclicas.

taria. Tanto mejor se podrá responder a ellas cuanto más se dilucidan los fenómenos que le conciernen y más claramente aparezcan sus objetivos. Si a eso contribuyen estas y las siguientes páginas, habrán cumplido su propósito esencial.

**LA ABSORCION MONETARIA  
Y EL PROBLEMA  
CICLICO**

- 30. ABSORCION DE FONDOS BANCARIOS
- 31. ESTIMULO DE LA ACTIVIDAD ECONOMICA INTERNA
- 32. LA ABSORCION DE PODER ADQUISITIVO
- 33. ATENUACION DE LAS FLUCTUACIONES CICLICAS

### 30. ABSORCION DE FONDOS BANCARIOS

En el capítulo anterior hemos tratado de describir ciertos fenómenos de gran significado para nuestra política monetaria, sin entrar a discutirla, deliberadamente, para no confundir el examen de los hechos con el de las medidas que se proponen para actuar sobre ellos.

Ha llegado ahora el momento de hacerlo, después de haber comprobado que el origen de los trastornos monetarios del ciclo económico radican en la tendencia espontánea hacia la expansión del crédito cuando se acumulan en los bancos los fondos provenientes de los saldos positivos de nuestras cuentas internacionales. Compréndese, pues, que la absorción o esterilización de esos fondos sea uno de los propósitos principales de la acción monetaria.

No incurriremos en repetición de lo que acerca de ello se tiene dicho en memorias anteriores. Sea suficiente recordar que el Banco Central juzgó indispensable aplicar esta política de absorción para substraer al país de una plétora monetaria. En abril de 1937 las tenencias totales de oro y divisas alcanzaron a la cifra extraordinaria de m\$.n. 1.224 millones, que por rara coincidencia es igual al importe del oro recibido de la Caja de Conversión al iniciar sus operaciones el Banco Central. La conversión de esas tenencias en billetes, en el viejo régimen de la Caja habría duplicado, por consiguiente, la emisión total.

Con el propósito que se acaba de enunciar, el Banco Central acudió primero a los Certificados de Participación en los Bonos Consolidados del Tesoro Nacional, luego a las Letras de Tesore-

Absorción de fondos bancarios por el Banco Central

Fin de:	Volumen de los fondos absorbidos			Total	Efectivo de los bancos <sup>1</sup>
	Certif. de Partic. en Bonos Cons. del Tesoro Nac. (Valor real)	Letras de Tesorería emit. para la compra de oro y divisas <sup>2</sup>	Certificados de Custodia de Oro y Divisas		
(En millones de m\$.)					
1936					
Enero .....	272,7	—	—	272,7	739,1
Febrero .....	242,8	—	—	242,8	768,7
Marzo .....	223,2	—	—	223,2	812,9
Abril .....	186,9	—	—	186,9	829,4
Mayo .....	323,0	—	—	323,0	743,5
Junio .....	342,9	—	—	342,9	722,9
Julio .....	347,0	—	—	347,0	690,3
Agosto .....	311,5	—	—	311,5	714,0
Setiembre .....	330,0	—	—	330,0	659,4
Octubre .....	323,4	—	—	323,4	747,6
Noviembre .....	347,2	34,4	—	381,6	775,8
Diciembre .....	397,0	67,5	—	464,5	772,1
1937					
Enero .....	397,0	82,2	—	479,2	799,7
Febrero .....	397,0	93,8	75,0	565,8	796,4
Marzo .....	397,0	98,0	172,5	667,5	772,5
Abril .....	370,9	100,0	204,0	674,9	829,0
Mayo .....	365,4	94,0	248,4	707,8	772,9
Junio .....	356,2	77,0	251,8	685,0	840,1
Julio .....	356,2	88,0	269,1	713,3	829,7
Agosto .....	364,4	93,6	283,3	741,3	761,9
Setiembre .....	371,1	63,6	282,6	717,3	737,1
Octubre .....	355,5	63,6	276,1	695,2	780,2
Noviembre .....	331,0	63,6	249,3	643,9	721,5
Diciembre .....	309,1	63,6	234,6	607,3	689,7
1938					
Enero .....	300,5	63,6	196,9	561,0	709,2
Febrero .....	281,3	63,6	183,3	528,2	739,5
Marzo .....	304,4	63,6	183,3	551,3	701,4
Abril .....	266,7	63,6	147,8	478,1	752,8
Mayo .....	289,0	63,6	128,6	481,2	663,3
Junio .....	332,3	63,6	86,6	482,5	651,0
Julio .....	306,5	63,6	72,8	442,9	683,4
Agosto .....	275,3	63,6	67,7	406,6	717,5
Setiembre .....	357,7	63,6	12,5	433,8	682,7
Octubre .....	352,9	63,6	—	416,5	678,7
Noviembre .....	314,4	63,6	40,0	418,0	670,6
Diciembre .....	300,1	63,6	10,0	373,7	630,9

<sup>1</sup> El producto de estas letras fue empleado oportunamente en la repatriación de deuda en dólares.

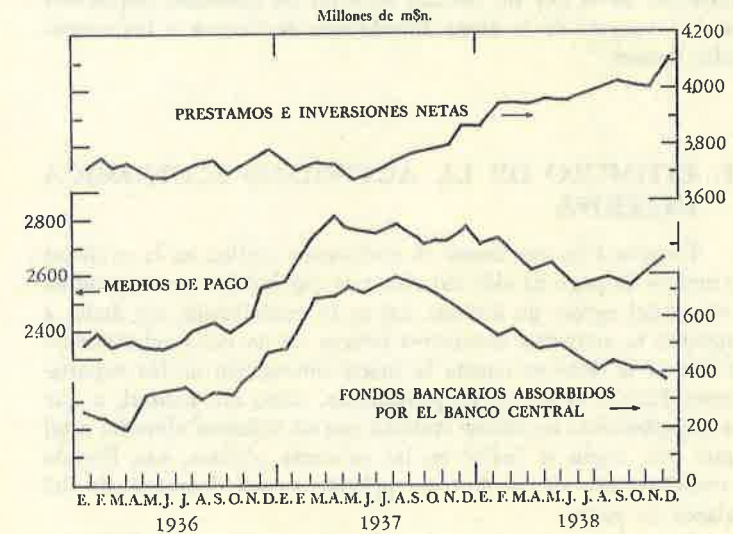
<sup>2</sup> Comprende los 22 establecimientos más importantes que abarcan alrededor del 93 % de las existencias y depósitos del conjunto de entidades comprendidas en la Ley de Bancos.

ría especialmente autorizadas por el Gobierno con tal propósito, y, finalmente, creó los Certificados de Custodia de Oro y Divisas que vinieron a reforzar la acción de los Certificados de Bonos.

El cuadro precedente da idea de la magnitud alcanzada por esas operaciones.

En setiembre de 1937 se llegó a absorber en esta forma un máximo de m\$. 704 millones de fondos bancarios, brindándose a los bancos el incentivo de colocarlos transitoriamente en aquellos papeles para no verse llevados a forzar sus préstamos e inversiones en el mercado.

Préstamos, medios de pago y fondos bancarios absorbidos



Es fácil imaginar los efectos que hubiera tenido el empleo de esos fondos sobrantes, si a pesar de la considerable cantidad que pudo ser absorbida por el Banco Central, se llegó en ciertos momentos a una intensa presión para colocarlos; afortunadamente,

ello pudo atenuarse luego gracias a medidas de cooperación interbancaria que volvieron a llevar la competencia a su terreno normal.

Durante la fase ascendente del ciclo se logró limitar la expansión del crédito a cifras moderadas si se las refiere al volumen de los fondos bancarios sobrantes, como se observa en el gráfico pertinente.

Pero luego, a medida que se fue desarrollando la fase descendente, desde mediados de 1937, los préstamos bancarios se fueron dilatando de continuo. No se ha tratado en realidad de una mayor demanda de crédito normal por las actividades económicas del país, sino que ha sido más bien el resultado de la aplicación de la Ley de Crédito Agrario, los adelantos requeridos por las compras de la Junta Reguladora de Granos y las necesidades fiscales <sup>21</sup>.

### 31. ESTIMULO DE LA ACTIVIDAD ECONOMICA INTERNA

En virtud de este hecho la declinación cíclica en la cantidad de medios de pago ha sido inferior a la que hubiese correspondido a causa del egreso de divisas. Así se ha contribuido, sin duda, a mantener la actividad económica interna en un nivel relativamente alto, si se tiene en cuenta la fuerte contracción de las exportaciones. Pero a la vez se ha propendido, como era natural, a que las importaciones continúen también con un volumen elevado, a tal punto que, según se indicó en las primeras páginas, han llegado a constituir uno de los factores principales del desequilibrio del balance de pagos.

Ante el curso que tomaban las importaciones, el Gobierno Nacional se decidió a imponer el permiso previo de cambio para

<sup>21</sup> De los m\$.n. 226 millones de aumento en los préstamos e inversiones netas de los bancos en 1938, corresponden m\$.n. 92 millones a la aplicación de la Ley de Crédito Agrario, m\$.n. 45 millones a la Junta Reguladora de Granos, m\$.n. 27 millones a requerimientos fiscales y el resto a otros préstamos e inversiones.

las mercaderías a pagar por medio del mercado libre, en donde alcanzaron en 1938 a la cantidad de m\$.n. 335 millones <sup>22</sup>.

Esa medida, aplicada con flexibilidad y eficacia, permitirá adecuar las importaciones a la capacidad real de pagos del país y al empleo prudente de las reservas monetarias.

Es lógico esperar que, como está sucediendo, el poder adquisitivo que debido a ello no puede ya estimular desproporcionalmente a la importación, se desviará en gran parte hacia la industria en la medida en que no se transforme en ahorro y que este ahorro no se emplee por los bancos. Por consiguiente, esa industria, que de otro modo sufriría los efectos de una exportación muy menguada con una intensidad mucho mayor, según explicamos en el capítulo precedente, no sólo podrá mitigar en grado apreciable tales consecuencias, sino que en alguna de sus ramas es capaz de alcanzar el desarrollo de sus buenos tiempos.

Desde luego, no puede dejar de reconocerse la trascendencia de estos hechos para la economía del país y la conveniencia de procurar que se desenvuelvan en los mejores términos posibles, previniendo a tiempos ciertos peligros cuyos síntomas no cuesta discernir.

Preséntanse con frecuencia en la economía fenómenos análogos a los del organismo viviente, cuyas depresiones transitorias pueden aliviarse con ciertos estímulos, pero cuidando que la dosis sea moderada y que su empleo se limite al tiempo estrictamente necesario, para no crear un hábito peligroso. Parecidos son los efectos del crédito, cuyo empleo debe reducirse a lo imprescindible, pues una expansión exagerada traería inevitablemente muy serias consecuencias. La capacidad industrial del país es limitada, en efecto, y si se crea poder adquisitivo más allá de cierto grado, la producción no podría seguirse acrecentando, y sobrevendría el alza de los precios, tanto de los productos locales como de los de origen extranjero, con sus lamentables consecuencias sobre el costo de la vida.

Pasado el punto en que la industria trabaja a plena capaci-

<sup>22</sup> Según los tipos reales de cambio. Estimados de acuerdo con la equivalencia de m\$.n. 15 por libra esterlina, llegaron a m\$.n. 266 millones.

dad, sería imprudente alentar su ampliación mediante los préstamos bancarios. El momento no es propicio para ello, pues, por un lado, aumentarían las inmovilizaciones de crédito, y por otro, se llegaría a una inconveniente sobrecapitalización, a una inversión excesiva en plantas industriales bajo el estímulo ficticio de un poder adquisitivo que, al volver más tarde a su cauce y volumen naturales, plantearía un grave problema de superproducción.

En suma, puesto que las circunstancias nos han llevado a esta emergencia, conviene extremar todos los esfuerzos para que el resultado positivo de aliviar los efectos de la depresión sobre la industria y evitar una sensible desocupación traiga el mínimo de trastornos al funcionamiento ulterior de la economía del país, y en especial, a su régimen monetario.

### 32. LA ABSORCIÓN DE PODER ADQUISITIVO

De todo lo que se ha dicho en este capítulo y el anterior, se desprende que la política monetaria puede proponerse dos objetivos frente al desarrollo del ciclo económico. El primero consiste en evitar que la expansión del crédito acentúe la intensidad de los movimientos ondulatorios y conduzca en el balance de pagos a un desequilibrio tanto más fuerte cuanto mayor haya sido en esa forma el sobrecrecimiento de las importaciones. El segundo objetivo va más lejos. No se limita a evitar que esas fluctuaciones se acentúen, sino que se propone, además, reducir su amplitud y disminuir la intensidad con que varía la masa de poder adquisitivo durante el proceso cíclico para atenuar las consecuencias de tales variaciones sobre el volumen de la actividad económica interna.

Naturalmente, para cumplir este último propósito sería necesario retirar del mercado una parte del poder adquisitivo proveniente del aumento en las exportaciones o la inversión de capitales extranjeros, y neutralizarlo hasta que sobrevenga la fase descendente del ciclo y convenga lanzarlo nuevamente a la circulación.

Se trata, pues, de una verdadera reserva de poder adquisitivo, que, como toda reserva, se acumula en los buenos tiempos pa-

ra emplearla en circunstancias adversas. Pero hay una diferencia fundamental entre esta reserva colectiva y las reservas que aconseja la prudencia individual. Quien deposita sus ahorros en un banco o adquiere títulos con ellos, constituye una reserva individual, pero no contribuye a formar una reserva para la colectividad, puesto que el banco o el emisor vuelven a lanzar al mercado ese poder adquisitivo al prestar o gastar los dineros que así reciben.

Por lo tanto, para constituir esa reserva de carácter colectivo a fin de actuar sobre el movimiento cíclico, es indispensable que el poder adquisitivo que se acumula se neutralice o esterilice, como se ha dado en decir, hasta que llegue el momento de ponerlo nuevamente en ejercicio.

Para que una política semejante pueda aplicarse entre nosotros, es indispensable la formación de un mercado de papeles a corto plazo, fuera de la posibilidad de actuar con títulos a largo plazo, como se verá más adelante. Debido a la falta de este mercado, el Banco Central ha tenido que ceñirse a colocar sus Certificados de absorción entre los bancos y no en el público. Ha retirado así una parte considerable del excedente de fondos bancarios, pero sin afectar el volumen de los depósitos corrientes, o del dinero en manos del público, que representan entre ambos la masa de poder adquisitivo de la población. Es más: la colocación de estos papeles en los bancos no tiene toda la eficacia necesaria, según lo ha confirmado la práctica, porque es una inversión transitoria susceptible de liquidarse en breve plazo si se desea colocar los fondos en otras inversiones. En cambio, la colocación de dichos papeles en el mercado tendría este efecto: para pagar su importe al Banco Central, emisor de los papeles, el público giraría contra sus depósitos corrientes, y los bancos transferirían los fondos en cuestión al Banco Central, quien los cancelaría al punto, como hace actualmente con los provenientes de las suscripciones de certificados. En esta forma los fondos se retirarían definitivamente de los bancos y se sustraerían por completo a la posibilidad de ser utilizados en la expansión del crédito, mientras prosiga su acción absorbente el Banco Central.

Por tales razones, la formación gradual de un mercado a corto plazo tiene gran importancia desde el punto de vista monetario. La tiene también desde el punto de vista financiero, para permitir la financiación transitoria de egresos fiscales llenando los claros que deja la percepción irregular de las rentas o la falta de oportunidad para colocar títulos a largo plazo. De ahí el empeño que se ha puesto, durante el pasado ejercicio, en desarrollar este mercado con las licitaciones públicas de Letras de Tesorería.

También podría ejercitarse la política de absorción mediante la colocación en el público de títulos a largo plazo, y la correspondiente esterilización de los medios de pago así obtenidos. No ha sido ajena del todo a esta posibilidad la progresiva acumulación por el Banco Central de una tenencia de títulos que dentro de algunos meses, al cumplirse su cuarto aniversario, llegará a la apreciable cantidad de m\$.n. 50 millones. Se concibe que con la venta de estos títulos el Banco Central pueda en lo futuro reforzar la eficacia de sus otros instrumentos de absorción reservando el producto para reinvertirlo y devolver los medios de pago al mercado cuando lo repute conveniente.

### 33. ATENUACION DE LAS FLUCTUACIONES CICLICAS

En síntesis, la absorción de medios de pago o poder adquisitivo durante el período ascendente, mediante la colocación de papeles por el Banco Central, restaría fuerza al crecimiento de las importaciones y de la industria y demás actividades locales; y el oro y las divisas que de otro modo se destinarían al pago de las importaciones se acumularían en las reservas monetarias. Sobrevenido el receso, ese poder adquisitivo sería puesto nuevamente en circulación al pagar los papeles a su vencimiento y retirarlos del mercado el Banco Central. Las actividades económicas internas decrecerían en forma menos intensa. Así también las importaciones, a cuyo pago contribuirían aquellas divisas mantenidas

en reserva. Por lo tanto, la absorción de medios de pago, primero, y luego su devolución al mercado, permitirían reducir la amplitud de las fluctuaciones cíclicas y sustraer al mismo tiempo a los bancos del riesgo de una expansión crediticia.

Solo falta desarrollar ampliamente el mercado a corto plazo —lo cual no es tarea fácil ni breve— para que una política semejante pueda aplicarse con eficacia, pues los mismos instrumentos con que el Banco Central ha practicado su política de absorción de fondos bancarios podrían servir para este nuevo fin sin alterar sustancialmente las bases financieras de tales operaciones.

El propósito de actuar en esta forma sobre el movimiento ondulatorio, en lo que respecta a la gestión financiera del Estado, ha sido ya objeto de una interesante consideración en la última Memoria del Departamento de Hacienda<sup>23</sup>. Al comentar las sumas gastadas en trabajos públicos en los últimos diez años, se señala que el máximo de gastos “se produce en el momento culminante de nuestro ciclo económico, desde que puede considerarse como tal el año 1937. En cambio, en los períodos de mayor depresión, en los años 1931 a 1933, las inversiones de trabajos públicos tocan sus límites más bajos. El Estado con sus trabajos públicos ha seguido pues, la misma tendencia de los movimientos cíclicos de nuestra economía, acentuándolos en lugar de atenuarlos. Hubiese sido más conveniente atesorar reservas en épocas de bonanza para invertir las en períodos de depresión. El Estado en esa forma podría contribuir a combatir la desocupación que se produce en tales momentos. En cambio cuando mejora la situación la industria privada puede absorber por sí sola gran parte de la oferta de brazos. Si la acción del Estado se orienta en ese sentido las crisis periódicas podrán ser sobrellevadas sin que afecten tan seriamente la vida económica del país”.

Existe, pues, un campo de acción muy interesante para la política monetaria del ciclo, en la que se ha comenzado ya a realizar una experiencia aleccionadora. Hemos juzgado conveniente examinarla y exponer las observaciones que acaban de verse, tratando de evitar toda complicación de orden técnico que impida

<sup>23</sup> Año 1937, tomo I, página 41.

comprender y discutir claramente estos problemas que tanta trascendencia tienen para el país. En la aplicación de esta política hay que proceder con toda cautela, sin olvidar en momento alguno que el propósito que se persigue no es contrariar el desarrollo de las fuerzas de la economía, sino atenuar su impulso cíclico y mitigar así las importantes repercusiones económicas y sociales del fenómeno.

**CONSECUENCIAS  
DEL ESTALLIDO  
DE LA SEGUNDA  
GUERRA MUNDIAL<sup>24</sup>**

- 34. DESEQUILIBRIO DEL BALANCE DE PAGOS
- 35. NECESIDAD DE UNA POLÍTICA CREDITICIA PRUDENTE

<sup>24</sup> Memoria anual, 1939, págs. 1-18.

#### 34. DESEQUILIBRIO DEL BALANCE DE PAGOS

El año 1939 iba desarrollándose antes de comenzar la guerra con aquellos rasgos típicos del descenso cíclico que se describe en la Memoria de 1938. El desequilibrio del balance de pagos tendía a agotar prontamente las reservas de oro y divisas formadas poco tiempo antes; y por mucho que más severas regulaciones cuantitativas de las importaciones se propusiesen restringirlas y desviar hacia la industria el poder adquisitivo que las estimulaba, parecía inminente la necesidad de movilizar el oro de la extinguida Caja de Conversión para colmar el déficit. No había en ello, desde luego, motivo de graves aprensiones, pues según se dijo a su tiempo no es otra la función específica del oro; pero sí razón fundada para ver en la exportación de metálico un síntoma, una oportuna advertencia que aconsejaban moderación en el uso del crédito y decisión para aplacar los elementos internos de desequilibrio.

La guerra interrumpe este proceso y atenúa momentáneamente sus manifestaciones. Son otros los sucesos que imponen determinaciones perentorias en la moneda, la bolsa y los bancos. Y luego vienen nuevas complicaciones en el intercambio. Las grandes compras de la Europa Central en nuestro país se interrumpen, mientras Gran Bretaña y Francia realizan las suyas con evidente parsimonia. Se acentúa el régimen de las compensaciones bilaterales en el comercio; y desaparece la fluidez que aún quedaba en sectores importantes de la actividad monetaria internacional al trabarse la libre transferencia de divisas. En

nuestro comercio exterior las importaciones nos cuestan cerca de 36 % más que antes, mientras las exportaciones sólo suben en 18 %<sup>25</sup>.

### 35. NECESIDAD DE UNA POLÍTICA CREDITICIA PRUDENTE

Todo ello aconseja seguir con prudencia en el otorgamiento del crédito. Hay que mantener las reservas del sistema bancario para lo imprevisto y extraordinario sin malograr su empleo en perturbadoras liberalidades. Solo así pudo contarse con cuantiosos recursos para adquirir la pasada cosecha de trigo. La expansión del crédito motivada por estas operaciones ha terminado y el descenso subsiguiente que comienza a manifestarse en el volumen de préstamos no ha de ser un factor de influencia desdeñable en el curso ulterior del balance de pagos.

Tan pronto, pues, como se apartan los escollos iniciales, emergen otros nuevos y se plantean serios problemas que, si no siempre aparecen en forma bien visible e imperiosa, requieren tener la atención despejada y listo el instrumento para acometer su solución con la confianza y energía que el país suele extraer de sus grandes dificultades.

En las siguientes páginas se analizarán esos problemas en lo que a nosotros atañe. Y al hacerlo así en la oportunidad de cerrar este quinto ejercicio, ha de permitírsenos mencionar una práctica que se afianza o, si se quiere, una tradición que se inicia en nuestro desenvolvimiento: el Banco considera un deber especial no ceñirse en estos documentos a la crónica escueta de los acontecimientos en que le ha tocado intervenir; ello no basta, hay que explicarlos con lenguaje claro y exento de innecesarios tecnicismos, y exponer abiertamente los comentarios u observaciones pertinentes para compartir así, con quienes siguen su funcionamiento, la experiencia

<sup>25</sup> Cálculo aproximado de la variación de los precios en dólares.

que se va acumulando en la gestión de las cosas monetarias y en la interpretación de una realidad económica que se transforma de continuo.

Al ofrecer de este modo los elementos de juicio que presentan su actividad y su política al examen público, el Banco sabrá recoger de la opinión calificada las críticas y sugerencias que, formuladas con imparcialidad y ánimo constructivo, son de inestimable importancia para la acertada gestión de los intereses colectivos.

Capítulo VIII

DE MEDIDAS DE EMERGENCIA

**LAS MEDIDAS  
DE EMERGENCIA  
AL INICIARSE LA GUERRA**

- 36. ACTIVIDADES BURSATILES
- 37. MEDIDAS DE ORDEN BANCARIÓ
- 38. LAS MEDIDAS MONETARIAS

### 36. ACTIVIDADES BURSÁTILES

Las medidas tomadas en materia de moneda, bancos y títulos frente a las primeras consecuencias del conflicto europeo fueron objeto de meditada elaboración a partir de aquel momento crítico de setiembre de 1938, cuando el Gobierno Nacional trazó las directivas generales de lo que había de hacerse en semejante eventualidad, hasta que los acontecimientos de un año más tarde dieron, desgraciadamente, la ocasión para hacerlo. Se fue mientras tanto examinando posibles contingencias y distintas hipótesis y preparando cuidadosamente los resortes creados por las leyes de 1935 para una pronta acción de emergencia.

Como en la guerra del 14, el sacudimiento psicológico inicial se manifestó preferentemente en el movimiento bursátil. Era necesario evitar en tiempo oportuno su peligrosa propagación. El Estado argentino dio entonces una decisiva demostración de confianza en sus propios papeles, expresando públicamente su determinación de comprar toda cantidad que llegase a ofrecérselo. El Tesoro se encontraba, es cierto, en condiciones de emprender este camino sin vacilaciones, con apreciables reservas de diferencias de cambio e intacto el crédito de hasta m\$.n. 80 millones de que podría hacer uso en el Banco Central. Esos fondos, de ser lanzados a la plaza en la compra de títulos, volverían necesariamente a reinvertirse en los mismos valores del Estado, sea a largo plazo o a corto término en letras de tesorería, según suceda también en las operaciones de conversión, que, sin esa relativa seguridad de retorno del dinero, no llegarían por supuesto a emprender-

se. En cuanto al riesgo de que ello no ocurriera, podía suceder solamente en caso de que los fondos provenientes de la venta de títulos emigrasen en masa al exterior. La información continua que se tiene de estos movimientos y la experiencia en la aplicación del régimen de control, hubiesen permitido intervenir en cualquier momento para hacer frente a tal consecuencia. Por lo demás, el empleo de esos fondos en otras aplicaciones dentro del país los retraería de la Bolsa tan solo en forma transitoria, pues, al cambiar de manos en estas operaciones, se plantea a los nuevos tenedores un problema de inversión que, dadas las circunstancias, únicamente puede resolverse en gran parte por la compra de títulos.

Sobre estas consideraciones, que la realidad no tardaría en confirmar, se basó la intervención en la Bolsa desde el 24 de agosto, en que comenzaron las ventas masivas de valores por sus tenedores, hasta el 6 de setiembre, en que las operaciones readquirieron su ritmo normal.

El total de títulos comprados a los precios vigentes al comenzar esta intervención alcanzó a m\$.n. 33 millones, sin que haya sido necesario en un solo momento recurrir a anticipos del Banco Central. Restablecida la calma en las operaciones bursátiles, pudo iniciarse la venta de los papeles comprados, en una plaza que tendía constantemente al alza. Durante este tiempo la Comisión de Valores consiguió evitar con sus oportunas recomendaciones que saliesen nuevos títulos perturbando la liquidación de los valores adquiridos. A fines de noviembre el saldo se había reducido a cantidades exiguas y el Gobierno Nacional, aprovechando las circunstancias favorables, pudo colocar con todo éxito su segundo empréstito de m\$.n. 150 millones.

Al intervenir en el mercado en la forma que se acaba de explicar, el Banco Central obtuvo la pronta y decidida cooperación del Banco Hipotecario Nacional, del Banco de la Provincia de Buenos Aires y del Banco Municipal de Préstamos de la Capital Federal, que intervinieron paralelamente para apoyar en la Bolsa la situación de los valores confiados a su vigilancia.

Toda esta acción fue de emergencia, en circunstancias de

excepción. Sea ello afirmado claramente para definir el alcance de una actitud de esta naturaleza. Es esencial para el buen funcionamiento del mercado de valores que no se le trabe con innecesarios arbitrios intervencionistas en desmedro de su flexibilidad. La fluctuación de los precios tiene un significado económico bien conocido. No debe tratarse de contrariar esos movimientos generales, lo cual por cierto no es incompatible con el propósito de moderar o suavizar el curso de las cotizaciones sin afectar su tendencia general. Una intervención semejante a la del comienzo de la guerra es, por consiguiente, tan extraordinaria como los hechos que la justificaron y no puede tomarse en modo alguno como síntomas de una política normal y corriente en materia bursátil.

### 37. MEDIDAS DE ORDEN BANCARIO

Al recordar pasadas experiencias cabía admitir la posibilidad de que la reacción psicológica provocada por el comienzo de la guerra se manifestase también en el ámbito bancario. El Banco Central debía, pues, prepararse para actuar en caso necesario. Había que dar a los bancos la cabal seguridad de que los pedidos de redescuento originados por retiros extraordinarios de depósitos serían resueltos sin tardanzas que pudieran comprometer la situación. El mecanismo del redescuento no había tenido aún ocasión de funcionar bajo el régimen del Banco Central, por haber prevalecido más bien condiciones de abundancia de fondos opuestas a las que podrían motivar su necesidad. Era aconsejable, entonces, tratar de evitar las dilaciones inherentes a todo mecanismo que comienza a funcionar. Con ese propósito, el Directorio del Banco Central resolvió crear un procedimiento especial, delegando a tres de sus miembros para que, en colaboración con el Presidente, resolviesen en el acto todos los pedidos de redescuento, con el compromiso de los bancos de entregar sus mejores documentos elegibles, según el análisis que se efectuaría inmediatamente después de realizada la operación.

La Inspección de Bancos mantuvo a este respecto una estrecha comunicación con los establecimientos de crédito; y puede afirmarse que el hecho de conocerse esta disposición propendió a dar un mayor sentido de seguridad en aquellas zonas de la actividad bancaria que podían verse más amenazadas. Afortunadamente sólo fue necesario redescantar la cantidad de m\$.n. 5 millones, y los pequeños síntomas de perturbación que se advirtieron aisladamente no tardaron en disiparse, sobre todo cuando se fue reflejando en los bancos la tranquilidad que había logrado restablecerse en el ambiente bursátil.

Las medidas adoptadas por el Banco Central fueron sin duda excepcionales; pero habría sido muy difícil tomarlas si el Banco no hubiera dispuesto de una información precisa y concreta sobre el estado de las carteras bancarias y la situación de cada uno de los establecimientos de crédito. Las inspecciones ordenadas por la Ley de Bancos habían logrado, en efecto, realizarse en casi todos los bancos del país como tarea ordinaria y periódica, sin que llegasen a afectar a entidad alguna. El conocimiento adquirido en ellas permitió al Banco Central moverse sobre un terreno que no podía depararle situaciones imprevistas. A poco tiempo de dictada la Ley de Bancos, pudo así comprobarse que, aparte de las otras finalidades perseguidas por ella y que se van cumpliendo, sus disposiciones facilitan la acción positiva del Banco Central, al ponerlo en contacto directo con la realidad intrínseca de los activos bancarios.

### 38. LAS MEDIDAS MONETARIAS

1º. *El peso y la libra.* — El 25 de agosto, momentos antes de abrir nuestras operaciones de cambio, el Banco de Inglaterra nos comunicó la decisión de quitar el apoyo que el fondo de estabilización venía prestando a la libra esterlina. Las primeras cotizaciones subsiguientes acusaron un sensible quebranto con respecto a las del día anterior. Naturalmente, este suceso, sobre ser de la mayor seriedad para todo el mundo, tenía un particular signi-

ficado para nuestro país, que había basado la cotización de su propia moneda sobre la divisa británica. Por eso, antes de examinar la forma en que debieron afrontarse las repercusiones de este acontecimiento, conviene hacer una breve digresión acerca de la relación existente entre ambas monedas.

Como se expresó en un comunicado del Ministerio de Hacienda de la Nación publicado en aquella oportunidad, no hay ligazón alguna entre nuestro peso y la libra esterlina, si por tal expresión se entiende un estrecho vínculo que hace seguir a una divisa la suerte que corra la otra. Simplemente se ha tomado la libra esterlina, por la importancia que esta moneda representa en nuestras transacciones comerciales y financieras, como un mero punto de referencia para fijar la cotización del peso, ya que, habiéndose apartado del oro por fuerza de las circunstancias, el país tenía necesariamente que buscar una base para expresar el valor de la moneda, y eligió, desde luego, la que mejor satisfacía sus propios intereses.

Cuando una moneda está ligada o subordinada a otra, sufre, como acabamos de decirlo, todas sus contingencias. En un caso así, las reservas monetarias no están en metálico sino en la moneda a la que la propia se encuentra atada y cualquier quebranto en aquélla significa inevitablemente un quebranto de igual intensidad en tales reservas.

Nada de eso corresponde al caso nuestro. Las reservas monetarias argentinas han estado siempre y siguen estando en oro, por tradición del país y expresa disposición de la Ley 12.155, que, apartándose de las recomendaciones originarias, dispuso que el Banco Central no podría tener en divisas una proporción mayor que el 20 % de sus reservas totales de oro (Art. 40). Y es así que, en cumplimiento de esta práctica de elemental autonomía monetaria, el Banco Central, según sus necesidades, ha estado con intermitencias comprando y vendiendo oro en grandes plazas exteriores. El monto total de las transacciones así realizadas desde los comienzos de nuestras operaciones en 1935 asciende a la cantidad de m\$.n. 1.390,8 millones, que corresponden a 14 millones de onzas de oro.

Por lo tanto, la depreciación de la libra no comportaba la

Am  
In: 993/28  
POR ONZAS DE ORO

necesidad de introducir modificaciones en el régimen de nuestra moneda, sino decidir si se seguiría o no tomando aquella divisa como punto de referencia o índice para fijar el valor cotidiano de la nuestra.

Todo aconsejaba obrar con prudencia eludiendo cualquier decisión o medida que pudiera comprometer la libertad de acción del país en esta materia en momento tan delicado, a la espera de que, transcurridos los primeros instantes de confusión, se pudiese interpretar con más claridad el significado de los acontecimientos.

Se tomó entonces la determinación circunstancial de continuar vendiendo en el mercado oficial las libras requeridas por la plaza a la cotización vigente hasta ese momento, a fin de no trabar el curso de las operaciones y reducir, al mismo tiempo, al mínimo, las compras de libras esterlinas, hasta tanto se llegase a la forma adecuada de resguardarlas de toda fluctuación. En su mayor parte las compras de cambios a los exportadores se hicieron en esos días iniciales en dólares que podían transformarse de inmediato en oro.

El curso de los precios internacionales de los principales productos tampoco exigía una solución inmediata, pues en los primeros tiempos esos precios expresados en libras esterlinas no subieron en forma sensible, no obstante la depreciación sufrida por dicha moneda.

En esta forma, sin abandonar la práctica de mantener nuestras reservas en metálico, quedamos a la expectativa y en condiciones de tomar en cualquier momento la decisión más conveniente, según lo que ocurriese con la libra esterlina: adoptar otra moneda como punto de referencia si fluctuaba erráticamente, o seguir con la divisa británica al tipo que se decidiese, si el Banco de Inglaterra llegaba a establecer con cierta fijeza el tipo de la libra con el dólar, sustrayéndola a las continuas oscilaciones del mercado.

Como es sabido, esto último fue lo que ocurrió. La cotización oficial de la libra esterlina se estipuló en 4,02 dólares para la totalidad del comercio regular y de los negocios del Reino Unido, y se permitió, al mismo tiempo, la cotización de la divisa

británica en los mercados libres exteriores para los negocios realizados fuera de Gran Bretaña, según lo hizo conocer a su tiempo el Banco de Inglaterra.

Llegó así la oportunidad de tomar en el país la resolución correspondiente. El tipo comprador de la libra, que había quedado nominalmente en m\$.n. 15, sin que después de los primeros días se hiciesen transacciones en estos términos, fue rebajado en 10 %, o sea a m\$.n. 13,50, el 22 de setiembre y este nuevo tipo comprador sirvió desde entonces de base para establecer la relación con el dólar según el tipo de 4,02 mencionado, y así con respecto a otras monedas.

2º. *El riesgo de cambio.* — Se reanudaron en esta forma las compras de libras esterlinas provenientes de nuestras ventas de productos a Gran Bretaña. Pero quedaban en pie dos serios problemas: uno de carácter inmediato y urgente, y otro de eventual ocurrencia. La relación de 4,02 dólares por libra esterlina no era ni es, por cierto, un tipo de estabilización. Todo indicaba el propósito del Gobierno británico de mantenerlo; pero la fuerza de los acontecimientos podía en cualquier momento provocar su alteración. Había, entonces, que ponerse a cubierto de riesgos, para lo cual el Banco Central, en continua comunicación con el Ministerio de Hacienda de la Nación, inició negociaciones con el Banco de Inglaterra, que, a su vez, estaba en estrecho contacto con el Tesoro Británico, para conseguir una solución satisfactoria de este punto. Llegó así a un arreglo que entró en vigor el 25 de octubre de 1939 por el término de tres meses<sup>26</sup>, por el cual las libras provenientes de las ventas de nuestros productos a Gran Bretaña se depositan en una cuenta especial del Banco Central en el Banco de Inglaterra; toda vez que su monto excede de la cantidad de un millón de libras esterlinas, después de haber efectuado allí nuestros pagos de costumbre, el sobrante se transforma de inmediato en oro, y este oro puede convertirse nuevamente en libras esterlinas cuando nuestras necesidades así lo

<sup>26</sup> El 25 de enero de 1940 fue renovado por otros tres meses; y se ha obtenido la libre conversión a otras monedas de la cantidad razonable anual para el pago de la deuda pública en terceros países a que se refiere el convenio vigente, firmado en 1933 y renovado en 1936.

requieren. La transformación de libras esterlinas en oro y de éste en aquéllas se efectúa al precio vigente el día en que se realizan las conversiones.

De este modo quedaba eliminado el primer problema y la Argentina, después de una breve interrupción, pudo seguir vendiendo sus productos en libras esterlinas a Gran Bretaña, país que ha manifestado repetidamente sus propósitos de pagar sus adquisiciones en esta moneda dentro y fuera de su Imperio. El pago en oro o en dólares, según informes corrientes, parecería, en efecto, haberse reservado principalmente para sus compras de armamentos en Estados Unidos.

3º. *Los excedentes de cambio.* — Pero no se ha resuelto aún el segundo problema, o sea el de la libre transferencia del remanente de oro que pudiera quedar en nuestra cuenta con el Banco de Inglaterra después de computarse lo que la Argentina requiera para el pago de sus importaciones, servicios financieros y demás remesas a Gran Bretaña. Es cierto que hasta ahora ese problema no se ha presentado concretamente, de suerte que las libras esterlinas que la Argentina va adquiriendo están virtualmente cubiertas por las que ha de utilizar para los pagos mencionados; pero es de elemental previsión considerar que más adelante podría presentarse, y en este sentido desde los momentos iniciales ha sido objeto de insistente consideración.

Sería muy deseable llegar en tiempo oportuno a un arreglo satisfactorio de este asunto, a fin de evitar que el país pueda verse en un momento dado ante la seria alternativa de continuar con sus exportaciones más allá del punto en que comienza el problema del excedente, o de limitarlas a la cifra que la prudencia aconseje según las circunstancias.

Por obra de los acontecimientos se ha llegado, por lo tanto, en nuestras relaciones económicas y financieras con Gran Bretaña, a un régimen de compensación de pagos (o de "clearing") similar al que rigió en nuestro comercio con Alemania antes de esta guerra. Es cierto que a partir de 1933 las transacciones entre ambos países se han venido desarrollando con algunas de las características fundamentales de los arreglos de compensación;

en efecto, los fondos provenientes de nuestras ventas de productos a Gran Bretaña debían destinarse —salvo una cantidad razonable para el pago de la deuda pública en otros países— al pago de nuestras importaciones, servicios financieros y demás remesas a esa nación. Pero los excedentes transitorios podían transferirse en la forma que la Argentina juzgaba conveniente, si bien su monto quedaba en cierto modo afectado a operaciones futuras<sup>27</sup>. En esta disponibilidad de las divisas sobrantes radicaba la diferencia, bastante importante por cierto, entre el régimen de pagos que teníamos con Gran Bretaña y el que habíamos concertado con Alemania.

Con este último país, y después de ciertas experiencias, se había desarrollado un régimen de cuentas de compensación que funcionaba satisfactoriamente dentro de las complicaciones e inconvenientes que presentan estos expedientes en comparación con el libre funcionamiento del patrón oro. La práctica de este procedimiento había ido corrigiendo los males iniciales. En un momento dado (1935) hubo que tomar medidas para limitar el riesgo de tener una cantidad apreciable de reichsmarks sin cobertura contra eventuales fluctuaciones y sin que pudiesen ser convertidos en otras monedas. Como Alemania no podía asegurar esa libre conversión, no hubo otra solución que limitar posteriormente las exportaciones al monto de las importaciones. Con este propósito se fijaba mensualmente el valor máximo a que podían llegar esas exportaciones de acuerdo con el importe de los reichsmarks vendidos a los importadores para el pago de las mercaderías alemanas, salvo los créditos estacionales y especiales que se otorgaban y cancelaban dentro del año por razones de flexibilidad estacional.

Este régimen de compensación no impedía, es cierto, que la Argentina, en caso de querer estimular la exportación de algún producto por razones especiales, no pudiese hacerlo sin su simultánea contrapartida de importación; por el contrario, llegaron a realizarse operaciones de esta índole, y en todo momento depen-

<sup>27</sup> A partir de la renovación del convenio en 1936.

día de la resolución exclusiva de nuestro Gobierno la medida en que ellas se harían, sin que el convenio estipulase obligación de ninguna naturaleza a este respecto.

Sea dicho de paso que, debido a la previsión con que se condujeron estos negocios y, no obstante las operaciones especiales que acaban de mencionarse, el convenio con Alemania al iniciarse la guerra no arrojaba saldo alguno que pudiera traer complicaciones ni quebrantos para los intereses del país. La cifra definitiva no ha podido ser determinada aún en virtud de operaciones pendientes, pero puede decirse con fundadas razones que en ningún caso el saldo en un sentido u otro podrá exceder de una cifra de exigua importancia, tanto más si se la compara con el volumen de m\$.n. 1.597,3 millones a que alcanzaron las compensaciones entre ambos países desde el 20 de octubre de 1934 hasta el 31 de diciembre de 1939.

4º. *Arreglo de pagos con Francia.* — Con Francia se ha presentado una situación análoga en la forma, aunque distinta en el fondo, a la planteada en el caso de Gran Bretaña. El gobierno francés manifestó también su propósito de pagar en francos sus compras de productos argentinos. Volvió así a presentarse el problema del riesgo de cambio y el del excedente de divisas. Si en el caso anterior el volumen corriente de nuestras importaciones, servicios financieros y demás remesas permitía adquirir cantidades considerables de libras esterlinas y cubrirlas sin mayores dificultades, en el caso de Francia, por ser relativamente limitados nuestros requerimientos de francos no obstante el estímulo que se trata de imprimir a las importaciones de ese país, fue dable prever que el problema del excedente de cambio se plantearía desde los primeros momentos. Iniciadas las conversaciones pertinentes entre el Banco Central y el Agregado Financiero de Francia en nuestro país, pudo llegarse a concordar sobre una serie de puntos de carácter técnico, que, sometidos luego al Superior Gobierno, sirvieron de base a las negociaciones que terminaron con el arreglo del problema de pagos entre ambos países. De acuerdo con los términos de este arreglo, los francos recibidos por nuestro país en pago de sus productos se concentran también en una

cuenta especial en el Banco de Francia y quedan a cubierto de cualquier fluctuación en virtud del compromiso contraído por el gobierno francés de aumentar o disminuir la cantidad de los francos de dicha cuenta en una medida equivalente a la depreciación o valorización que el franco pueda experimentar en término de dólares. Se estipula también en el arreglo que si los francos de la cuenta sobrepasan de una cifra razonable y ajustada al valor de nuestras exportaciones el gobierno francés se compromete a autorizar la libre conversión en dólares de estos excedentes.

5º. *El país frente al régimen de compensaciones.* — Es tal la importancia que el régimen de compensaciones ha adquirido así en nuestro comercio exterior, que han de justificarse algunas breves reflexiones acerca de su significado.

En un arreglo de esta naturaleza está en el interés de ambas partes mantener o acrecentar las compras de la una en la otra, a fin de mantener o acrecentar así sus ventas respectivas. Explícase en esta forma que la orientación que el Gobierno Nacional venía siguiendo mediante la regulación de los permisos previos de cambio haya tenido que proseguir y acentuarse con las modificaciones aconsejadas por los nuevos acontecimientos. Los convenios de compensación resultan así no solo una expresión de la política de divisas sino también, y en alto grado, un instrumento de política económica. No nos corresponde, por cierto, emitir juicios atinentes a esta última, pero debemos necesariamente hacer algunas consideraciones a su respecto, por su estrecha vinculación con la actividad monetaria.

Mediante los convenios de compensación, que se han venido desarrollando a partir de la crisis mundial, varias naciones han tratado de hacer gravitar su posición de grandes compradoras de los productos de otros países para asegurarse allí sus propias ventas, sea por razones comerciales, de divisas o —en el caso de algunos países europeos— por motivos de política internacional. La experiencia de ellas es suficiente para llegar a la conclusión de que si en casos individuales, de país a país, este género de compensaciones puede promover al incremento del comercio, desde un punto de vista más amplio su generalización perjudica se-

riamente el intercambio internacional, al segregarlo en una serie de compartimientos estancos y forzar en ellos las transacciones en procura de su equilibrio bilateral, con las inevitables complicaciones que este régimen trae para el ejercicio regular de la actividad monetaria.

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

Después de todo, no es en modo alguno exagerado expresar que los altos derechos aduaneros que después de la guerra anterior infligieron un daño considerable a la economía internacional, han constituido una de las causas más importantes del desarrollo de los sistemas de compensación, cuyos efectos han venido así a agregarse con creciente intensidad a los que inicialmente habían provocado las exageradas tarifas.

Interesan sobremanera a nuestro país estos hechos. Privado de la posibilidad de influir definitivamente sobre la economía internacional, ha de seguir su evolución, sin embargo, a fin de poder tomar a tiempo las medidas necesarias. Mientras tanto, no se deben abandonar en estos momentos los medios prácticos y la experiencia de que se dispone para moderar las consecuencias que sobre su propia economía tienen aquellos acontecimientos que se sustraen a nuestra determinación. Si restablecida la paz se conciertan medidas positivas para mejorar el tráfico internacional el país podrá aprovechar en alto grado su aptitud bien probada para exportar masas crecientes de productos agropecuarios y restablecer el régimen del patrón oro con los recaudos

aconsejados por una práctica prolongada. Pero si no fuese así, si el comercio internacional siguiese siendo oprimido con arbitrios y expedientes que lo empeoran cada vez más, deberemos buscar en nuestras propias fuerzas, con espíritu y decisión realistas, el estímulo para seguir creciendo económicamente y para desarrollar nuestra gestión monetaria en la forma que mejor responda a los intereses superiores de la actividad nacional.

El mercado de valores en el mundo ha experimentado una gran evolución en los últimos años, pasando de ser un simple medio de inversión a un instrumento de especulación y de cobertura de riesgos. Esta evolución ha sido impulsada por el desarrollo de los mercados financieros y por la necesidad de atraer capital para financiar el crecimiento económico.

### Capítulo IX

## EL MERCADO DE TITULOS

El mercado de valores en el mundo ha experimentado una gran evolución en los últimos años, pasando de ser un simple medio de inversión a un instrumento de especulación y de cobertura de riesgos. Esta evolución ha sido impulsada por el desarrollo de los mercados financieros y por la necesidad de atraer capital para financiar el crecimiento económico.

El mercado de valores en el mundo ha experimentado una gran evolución en los últimos años, pasando de ser un simple medio de inversión a un instrumento de especulación y de cobertura de riesgos. Esta evolución ha sido impulsada por el desarrollo de los mercados financieros y por la necesidad de atraer capital para financiar el crecimiento económico.

- 39. LA SITUACION DEL MERCADO
- 40. LA ORGANIZACION DEL CONSORCIO

El mercado de valores en el mundo ha experimentado una gran evolución en los últimos años, pasando de ser un simple medio de inversión a un instrumento de especulación y de cobertura de riesgos. Esta evolución ha sido impulsada por el desarrollo de los mercados financieros y por la necesidad de atraer capital para financiar el crecimiento económico.

### 39. LA SITUACION DEL MERCADO

En Memorias anteriores señalamos la necesidad de restablecer el equilibrio del mercado de títulos, perturbado en 1937 por la imprudente saturación de emisiones. El año 1938, según lo expresamos, fue de asentamiento de la plaza. Las ventas de títulos nacionales en el mercado alcanzaron a la reducida cantidad de m\$.n. 66 millones para dar lugar a la satisfacción de las necesidades urgentes de provincias y municipalidades y los requerimientos normales del papel hipotecario. Pero había de llegar un momento en que, despejada la Bolsa de los obstáculos que perturbaban su normalidad, el Tesoro Nacional pudiese aparecer allí con una operación que por su magnitud y por la forma de su ejecución sirviese a la vez para satisfacer las necesidades del erario y consolidar el prestigio de los valores nacionales con una evidente manifestación de confianza pública.

Elegida la oportunidad favorable, se lanzó en el mes de marzo una emisión que, tanto en los m\$.n. 75 millones ofrecidos originariamente, como en igual cantidad emitida inmediatamente después de iniciada la suscripción y cubierta con éxito, fue absorbida fácilmente por los bancos, las entidades financieras y el público inversor.

Al encomendar el Superior Gobierno al Banco Central la ejecución de esta operación —en su carácter de Agente Financiero del Tesoro— pudo ponerse a contribución la muy útil experiencia recogida anteriormente por los sindicatos privados que empezaron a actuar posteriormente a las grandes negociaciones de

conversión. Dieron ellos a la plaza nuevas prácticas que probaron su acierto y eficacia en sucesivas operaciones. Preparar cuidadosamente el programa mediante oportunas consultas a los bancos y entidades de mayor fuerza de colocación, elegir el papel más adecuado, vigilar e intervenir oportunamente en el mercado en defensa de los valores y realizar la publicidad necesaria para ponerse en contacto con los inversores, para luego lanzar en masa la emisión deseada ofreciendo a los bancos y corredores las comisiones necesarias para estimular su colocación: tales fueron los rasgos más interesantes de la experiencia anterior que el Banco Central supo estudiar atentamente cuando, en cumplimiento de las funciones que la Ley le encomienda, le tocó organizar y dirigir el Consorcio para la colocación de los valores nacionales.

#### 40. LA ORGANIZACION DEL CONSORCIO

Las bases del Consorcio formado para la emisión que consideramos, fueron comunicadas a los bancos y entidades financieras de la Capital Federal y el interior interesadas en participar en forma periódica en la colocación de títulos nacionales, así como a las agrupaciones de corredores de las Bolsas de Comercio de Buenos Aires y Rosario. Aceptadas esas bases el Poder Ejecutivo dictó el correspondiente decreto de constitución del Consorcio para las operaciones de 1939. Los puntos principales, fuera de diversos detalles técnicos a que el Consorcio ajustó su funcionamiento según los términos concertados, fueron los siguientes:

a) El Tesoro Nacional se compromete a realizar todas sus operaciones de colocación de títulos por intermedio del Consorcio durante el año de plazo establecido. El éxito en estas operaciones, como es natural, depende en buena parte de la acción permanente de los miembros de aquél sobre los inversores; es, pues, lógico que se les ofrezca la oportunidad de aprovechar los resultados de ese esfuerzo en las sucesivas operaciones del Gobierno Nacional, tanto más cuanto que la participación en el Con-

sorcio está abierta en todo momento a las entidades que acepten sus bases. Esta disposición no afecta, desde luego, a los títulos adquiridos antes, durante y después de las emisiones para regular el mercado, títulos que el Banco Central puede vender en cualquier momento según lo juzgue conveniente; ni tampoco como es obvio, a los títulos de la propia cartera del Banco Central, que éste necesita manejar con toda libertad con fines bursátiles o monetarios, ni a los que se negocian con las reparticiones del Estado;

b) Los miembros del Consorcio perciben una comisión de 1 % sobre el valor de los títulos colocados durante el período de suscripción. Pueden esos miembros suscribir títulos para su propia cartera, pero sin percibir ninguna comisión adicional por el hecho de esta suscripción. Se trata, pues, de un Consorcio de simple colocación de títulos, sin que las entidades sean llamadas a garantizar la operación (underwriting). La garantía de los bancos —que suele ser remunerada con una comisión más elevada que la de colocación— desempeña un papel de importancia cuando por la magnitud de la operación existe el riesgo de que una parte de ella no sea absorbida por el público inversor. Pero en el caso del Gobierno Nacional, y en condiciones ordinarias, puede prescindirse de la garantía por estas razones: el Tesoro elige el momento más oportuno para emitir sus títulos y utilizar mientras tanto para sus necesidades inmediatas los recursos del mercado a corto plazo —en el que también participan ordinariamente los bancos y entidades financieras— y eventualmente los anticipos que la Ley permite efectuar al Banco Central; por otra parte, la práctica iniciada por el Consorcio de no lanzar de inmediato el total de la emisión que se prevé y autorizar solo una mitad o una parte de ella para luego lanzar el resto si la primera se cubre con exceso, permite proceder prudentemente sin forzar el mercado ni exponerse a riesgos innecesarios;

c) Los miembros del Consorcio son responsables por las malas colocaciones o colocaciones en manos flojas. Si los títulos suscriptos se venden en seguida sacrificando una parte de la comisión percibida y ofreciéndose a precios inferiores a los de

suscripción, el Banco Central puede comprarlos en el mercado y devolverlos al miembro en cuestión, que carga con la diferencia de precio y los gastos. Esta medida propende a que los títulos sean genuinamente colocados en el público inversor o radicados por un tiempo razonable en las carteras de las entidades inversoras, evitando así las suscripciones transitorias que podrían hacerse con el exclusivo propósito de ganar la comisión de colocación. Pero es lógico que una disposición de esta índole solo se aplique en un período limitado, que para el público inversor se ha fijado en un mes y medio y para los miembros del Consorcio en tres meses.

En la dirección del Consorcio el Banco Central está asesorado por una Junta Consultiva integrada por seis bancos y entidades financieras de la plaza y un delegado de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Esta Junta, que reúne así representantes de variada experiencia en el mercado de valores, es consultada en cada caso acerca de las condiciones del mercado, el tipo de papel y los precios de emisión, y sus opiniones se hacen conocer al Ministerio de Hacienda de la Nación, para que éste tome las determinaciones pertinentes.

## NUEVAS MEDIDAS ANTE LA INTENSIFICACION DEL CONFLICTO BELICO <sup>28</sup>

41. PROBLEMAS MONETARIOS

42. PROBLEMAS ECONOMICOS

<sup>28</sup> Memoria anual, 1940, págs. 1-12.

#### 41. PROBLEMAS MONETARIOS

Las medidas de emergencia en materia de moneda, bancos y títulos, adoptadas en agosto de 1939, evitaron repercusiones psicológicas peligrosas y devolvieron la necesaria seguridad a los negocios.

Pero el recrudecimiento de las hostilidades que se produce en mayo de 1940, con su propagación a otros países, vuelve a perturbar intensamente la tranquilidad. El Gobierno Nacional vuelve entonces a intervenir en el mercado de títulos y dicta normas destinadas a controlar el movimiento de fondos con países invadidos y a asegurar el mejor funcionamiento de las cuentas de compensación. Por su parte, el Banco Central hace notar a las entidades bancarias los inconvenientes de su política restrictiva de crédito en momentos tan difíciles para la economía del país y les ofrece su apoyo amplio para evitarla. Se impide así nuevamente que el efecto de los factores exteriores se vea acentuado por la desconfianza, al mismo tiempo que se logra mantener en el orden interno la armonía y flexibilidad indispensables para que el mecanismo económico pueda amoldarse sin tropiezos graves a la situación provocada por la nueva fase de las hostilidades en Europa.

#### 42. PROBLEMAS ECONOMICOS

La extensión del conflicto crea problemas económicos de gran magnitud. En pocas semanas, el país pierde casi todos los

mercados del Continente y, a causa de la intensificación de la guerra marítima, declinan los embarques a Gran Bretaña. Una fuerte proporción de las importaciones se desvía hacia los Estados Unidos y acrecienta el déficit del balance de pagos en divisas de libre disponibilidad. Los precios de la producción agropecuaria bajan y los términos del intercambio se tornan más desfavorables: las importaciones nos cuestan hoy 33% más que antes del conflicto, en tanto que vendemos un 4 % más barato<sup>20</sup>. Y se acumulan excedentes invendibles cada vez mayores, cuya compra por el Estado se hace indispensable para preservar las fuentes productoras.

De inmediato, el país se ve obligado a limitar al mínimo la importación de mercaderías pagaderas en divisas de libre disponibilidad; a procurar el aumento de la producción y exportación de nuevos artículos, y a encarar las compras por el Estado de los excedentes de cereales y lino con medidas bien meditadas, a fin de impedir los trastornos de orden monetario que puedan ser provocados por las cuantiosas sumas a ponerse en circulación.

Los créditos en divisas obtenidos en el exterior por el Banco Central proporcionarían, tan pronto como el Gobierno Nacional obtenga autorización legal para otorgar su garantía, los medios para mantener las importaciones más necesarias, permitiendo una adaptación paulatina a la violenta contracción de las exportaciones. Y su equivalente en pesos representaría para el Gobierno Nacional un aporte apreciable para financiar la adquisición de excedentes exportables invendibles.

En cuanto a la diversificación de nuestra producción, el Poder Ejecutivo ha dictado hacia fines de año disposiciones tendientes a promover las ventas al exterior de artículos que hasta ahora se exportaban en cantidades pequeñas, y la de productos nuevos. Las divisas provenientes de tales embarques serán adquiridas por organizaciones especiales, constituidas por importadores de algunas mercaderías que pueden soportar tipos de cambio más elevados. El aumento de los precios que en estas

<sup>20</sup> Cálculo aproximado de la variación de los precios en dólares.

condiciones obtendrán los exportadores, unido al interés de los industriales extranjeros en ampliar sus ventas, estimularán esa clase de negocios, y, a la vez, evitarán que el país deba reducir aún más sus compras en el exterior.

Los datos de esta sección se refieren al período comprendido entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 1934. Los datos de los países que no han presentado informes se han calculado sobre la base de los datos de los países que sí lo han hecho.

**Capítulo XI**

**LOS PROBLEMAS ORIGINADOS  
POR LA CONTINUACION  
DEL CONFLICTO EUROPEO**

- 43. LAS ACTIVIDADES BURSATILES
- 44. POLITICA DE CREDITO
- 45. BALANCE DE PAGOS
- 46. LOS CREDITOS OBTENIDOS EN LOS ESTADOS UNIDOS

### 43. LAS ACTIVIDADES BURSATILES

Después de colocada en el mes de diciembre de 1939 la segunda emisión del año con plaza muy favorable, la demanda de valores públicos continuó manifestándose activa. La persistencia del movimiento permitió vender a comienzos de 1940 los títulos de las cuentas del Gobierno Nacional y obligó al Banco a intervenir con valores de su propia cartera a fin de evitar un aumento demasiado pronunciado en las cotizaciones.

Todo indicaba, pues, que la oportunidad era favorable para lanzar una nueva emisión. Oída la opinión de la Comisión de Valores y con el asesoramiento de la Junta Consultiva del Consorcio para la emisión de títulos nacionales, el Gobierno Nacional resolvió colocar en suscripción pública, a principios de mayo, títulos del Crédito Argentino Interno 1940. Los m\$n. 159 millones ofrecidos se cubrieron con exceso en el primer día.

Poco después, los acontecimientos internacionales alteran por completo el tono del mercado de valores, circunstancia que decide al Poder Ejecutivo a adquirir nuevamente cualquier cantidad de títulos nacionales que se le ofrezca a determinados precios mínimos. La corriente de venta se hizo sentir en los últimos días de mayo y en la primera quincena de junio, y el Gobierno Nacional, que disponía de los fondos necesarios para hacer frente a esta emergencia sin necesidad de recurrir a anticipos del Banco Central, adquirió en pocas semanas títulos por un importe de m\$n. 46 millones.

Cooperaron eficazmente en esta tarea, como en el año an-

terior, el Banco Hipotecario Nacional, el de la Provincia de Buenos Aires y el Municipal de Préstamos de la Capital Federal, que apoyaron los papeles confiados a su custodia.

La decidida intervención en el mercado bursátil junto con la determinación de la Comisión de Valores de suspender temporariamente las recomendaciones para cotizar nuevos papeles y con las medidas de otro orden que se analizan en su lugar, lograron restablecer la calma, con lo que las operaciones se normalizaron a las pocas semanas y los precios volvieron a subir.

De la circunstancia de haberse intervenido en el mercado por segunda vez en el curso de pocos meses para evitar en toda forma que los precios descendieran de ciertos niveles, no debe inferirse que se trata de un procedimiento normal y corriente en la política reguladora encomendada al Banco Central. Por el contrario, solamente hechos de naturaleza y magnitud tan excepcional pueden justificar una actitud de esa índole, cuyo objeto no es otro que el de imponer una pausa destinada a lograr que desaparezca la nerviosidad y a que los negocios bursátiles retomen un tono regular en consonancia con la situación del mercado monetario local y con las perspectivas generales.

#### 44. POLÍTICA DE CRÉDITO

Ha de recordarse que desde la iniciación de sus actividades, y como reflejo de la abundancia de fondos, una de las preocupaciones del Banco Central en la tarea de regulación del crédito ha sido evitar que los bancos aplicaran una política de expansión de préstamos. Era preciso que el volumen de los medios de pago no sobrepasara las necesidades reales, por la repercusión que ello hubiese tenido sobre las importaciones y las reservas de oro y divisas.

Frente a las consecuencias iniciales del conflicto europeo, se manifestó, en la Memoria del ejercicio anterior, que las circunstancias aconsejaban ser prudentes en el otorgamiento de créditos, con el fin de mantener las reservas del sistema bancario para lo imprevisto y extraordinario sin malograr su empleo en perturbadoras liberalidades.

El curso de los acontecimientos en 1940 ha venido a poner de relieve lo justificado de la recomendación y la necesidad de su mantenimiento.

A la intranquilidad que se produjo en mayo en la Bolsa, vino a agregarse la incertidumbre con respecto al futuro de nuestras exportaciones y a la llegada de mercaderías importadas de los mercados proveedores tradicionales.

El momento exigía actitudes que infundieran confianza. Concordante con la decisión del Gobierno Nacional y de otros emisores, de volver a apoyar sin limitación sus valores bursátiles, el Banco Central creyó oportuno el 12 de junio sugerir a los bancos que evitaran restricciones en los créditos que pudieran perturbar la evolución de los negocios y provocar innecesarias liquidaciones. Señalaba esta actitud como "un deber fundamental de los bancos" y se mostraba asimismo dispuesto a cumplir con su propio deber de facilitarles todo el concurso que les fuera necesario.

La comunicación decía en seguida: "Los establecimientos de crédito se encuentran, por cierto, en una situación muy desahogada. Los efectivos ascienden a cerca de m\$.n. 800 millones y exceden en más de m\$.n. 300 millones del mínimo prescripto por las disposiciones vigentes. Pero si por cualquier eventualidad fuese necesario acudir al instrumento que la Ley ha puesto en manos del Banco Central para facilitar el desenvolvimiento bancario, ese instrumento será usado con prontitud y resolución y los bancos podrán redescantar el papel elegible de su cartera en la medida que se requiera".

"Bancos muy importantes de plaza —respondiendo a una sugestión del Banco Central— han comunicado a este respecto la determinación de hacer uso del redescuento de inmediato, no obstante la abundancia de sus disponibilidades, como manifestación expresa de su propósito de dar a la plaza todas las disponibilidades que ella necesite y de estimular así el empleo deliberado del medio que la Ley ha creado con este objeto".

Después de referirse a la intervención en la Bolsa añadía: "Todo esto responde, así, a una política monetaria bien definida que consiste en dar holgura de recursos en estos momentos a todos los sectores de la economía: los bancos, la Bolsa y las dis-

tintas ramas de la producción y los negocios. Y ello es tanto más recomendable cuanto que su desarrollo ha sido fundamentalmente sano y no se ha notado anteriormente ninguna desviación de carácter especulativo ni desarreglo alguno en la producción".

Y concluía en los siguientes términos: "El Banco Central se ha dirigido en otra oportunidad a los bancos para prevenirles del peligro de una expansión inconveniente de los préstamos. Hoy vuelve a hacerlo para prevenirles del peligro de una restricción igualmente inconveniente, lo que no significa, por cierto, alentar indebidos aumentos en las operaciones de crédito".

"Espera, pues, que en esta como en aquella oportunidad encontrará la inteligente comprensión de los bancos y su decisión de colaborar resueltamente para lograr el propósito de dar el mayor alivio posible a la economía del país y propender por todos los medios a desarrollar la serenidad y la confianza".

Las entidades bancarias respondieron ampliamente al llamado, gracias a lo cual los comerciantes, los industriales y los productores en general, al poder descartar el problema de la falta del crédito necesario para el mantenimiento de sus negocios, pudieron encaminar sus esfuerzos a resolver las dificultades de otro orden que los hechos les planteaban.

Por su parte, el Banco Central inició su política de redescuento con operaciones experimentales, de las cuales se trata con más detalle en otro capítulo. Uno de los medios más eficaces de que disponen los bancos centrales para evitar las bruscas contracciones en el crédito y sus graves consecuencias económicas, ha adquirido con ello en nuestro mercado el carácter de una práctica normal, convirtiéndose en un resorte eficaz de nuestro sistema monetario.

#### 45. BALANCE DE PAGOS

1º. *Problemas planteados por la guerra.* — Al iniciarse la guerra europea se detuvo el déficit que venían arrojando nuestras cuentas internacionales. Pero, a la vez, surgió un nuevo y serio pro-

blema al extenderse el sistema de convenios de compensación bilateral. En adelante, fue necesario considerar la división de nuestro comercio exterior en dos grupos de países: el de divisas de libre disponibilidad y el de las cuentas de compensación.

El importante comercio que manteníamos con Francia, Holanda, Bélgica, Italia y otras naciones de Europa quedó totalmente suspendido desde mediados de 1940. Y mientras las exportaciones que antes enviábamos a esos países quedaron casi sin mercado, la demanda de los productos que con anterioridad les comprábamos se orientó de inmediato hacia los Estados Unidos.

Como resultado de estas alteraciones en las corrientes del intercambio se ha producido un considerable déficit en el balance de pagos en la zona de divisas libres. En cambio, las cuentas de compensación señalan superávit.

2º. *Los pagos con los países con convenios de compensación.* — En el año, los ingresos en nuestras cuentas de compensación han llegado aproximadamente a m\$.n. 740 millones<sup>30</sup>, provenientes casi exclusivamente de exportaciones. Y como los pagos a los países de este grupo en concepto de importaciones, servicios de la deuda pública, gastos oficiales y servicios financieros, no ascendieron sino a m\$.n. 620 millones, ha resultado un sobrante a nuestro favor de alrededor de m\$.n. 120 millones. Casi la mitad de este sobrante fue percibido en divisas de libre disponibilidad, pues el convenio con Francia prevé la conversión a dólares del saldo a nuestro favor y el convenio suscripto en 1939 con Gran Bretaña admitía la libre disponibilidad de una suma razonable para el pago de los servicios de nuestra deuda pública en los demás países.

De tal suerte, el saldo bloqueado aumenta durante el año en solo m\$.n. 65 millones, suma que, agregad a la que se había acumulado a fines de 1939, no representa por ahora un problema serio, dado que está en buena parte cubierto con las transferencias que corresponde efectuar en un corto plazo a los res-

<sup>30</sup> Esta cifra y todas las que se dan a continuación con respecto a importaciones, exportaciones y saldos están calculadas al tipo comprador oficial de m\$.n. 13,50 la libra esterlina.

pectivos países en pago de las sumas que les adeudamos por importaciones, servicios de la deuda pública y servicios financieros.

Cabe agregar que, por el momento, el intercambio con Alemania y Francia ha quedado prácticamente interrumpido. Por lo tanto, las cuentas de compensación que mantienen un movimiento activo se limitan a Gran Bretaña y España, y es con respecto a ellas que hemos de considerar a continuación el problema del aumento de los saldos a nuestro favor.

Conocida es la importancia del primero de estos países como comprador de productos argentinos. En épocas normales, nuestras ventas a Gran Bretaña alcanzaban aproximadamente a una tercera parte del total exportado. En los últimos meses, no obstante la restricción que se ha producido en las adquisiciones de Gran Bretaña, esa proporción ha aumentado aún más, debido al cierre de otros mercados.

No ha sido posible, desgraciadamente, llegar a un acuerdo respecto a la conversión en divisas libres de los saldos que arroja nuestro balance de pagos con el Reino Unido.

Ante tal situación, ambos Gobiernos se han preocupado de hallar un medio que permita, en las difíciles circunstancias actuales, mantener nuestras ventas de productos al Reino Unido y facilite, en la medida de lo posible, el desbloqueo de los saldos a nuestro favor.

En el curso de las negociaciones que se han realizado con motivo de la renovación del convenio, cuyas tramitaciones no están aún terminadas, se ha considerado la posibilidad de que el Gobierno Argentino utilice sus saldos acreedores en libras esterlinas para la repatriación de valores argentinos radicados en el Imperio Británico. Al respecto el Gobierno Británico ha expresado el deseo de que se considere un plan general de adquisición de ferrocarriles ingleses en la Argentina, y de que los saldos en libras sean aplicados preferentemente al pago en efectivo de valores representativos de las mencionadas inversiones, de acuerdo con el plan que se elabore.

En cuanto a España, en las varias operaciones de compra de productos agropecuarios que ha formalizado, se ha comprometido

a compensar su valor parte con entrega de productos españoles y parte con los servicios de nuestra deuda externa en pesetas. En la actualidad se está estudiando la posibilidad de suscribir un nuevo convenio para unificar los distintos arreglos, simplificar el mecanismo de pagos y dar mayor elasticidad al intercambio.

3º. *Perspectivas del mercado oficial en la zona de divisas de libre disponibilidad.* — Las exportaciones a la zona de libre disponibilidad apenas excedieron en 1940 de m\$.n. 610 millones, o sea alrededor de m\$.n. 130 millones menos que las ventas a países con convenio de compensación.

En cambio, los pagos por todo concepto llegaron a m\$.n. 840 millones, es decir, m\$.n. 220 millones más que en el grupo de cuentas de compensación.

Se produce con ello en la zona de divisas libres un déficit de importancia, que asciende a m\$.n. 230 millones, cifra que ha resultado inferior a lo previsto<sup>31</sup>.

Las estimaciones para 1941 deben ser forzosamente más pesimistas, por cuanto no hay por ahora perspectivas de que puedan efectuarse los m\$.n. 155 millones de exportaciones enviadas entre enero y mayo de 1940 a Bélgica, Holanda, Italia y otros países que formaban parte de este grupo. En cambio, nos veremos obligados a importar de Estados Unidos, u otros países de la zona de divisas libres, buena parte de las mercaderías que comprábamos en aquellas naciones.

La importancia del desequilibrio en el balance de pagos en la zona de divisas libres, que impuso la necesidad de adoptar medidas tendientes a evitar una fuerte disminución a breve plazo de nuestras reservas de oro, sigue siendo causa de honda preocupación.

Como una solución transitoria, a fin de permitir que los ne-

<sup>31</sup> Contribuyeron a esta reducción, por un lado, una contracción en las importaciones superior a la esperada, a base de los permisos de cambio pendientes de uso, y, por otro, exportaciones a países europeos, como Suecia, Finlandia y Suiza, que a causa de la situación no se había juzgado prudente prever; exportaciones a mercados no habituales, como Rusia, y una demanda de lanas por parte de los Estados Unidos superior a lo corriente. Al cotejar las cifras del activo o del pasivo, debe notarse que en los cálculos anteriores no se incluían los países limítrofes.

gocios se adapten a las nuevas condiciones, este Banco gestionó en los Estados Unidos préstamos por 110 millones de dólares.

Pero como se dejó constancia al tramitarse las aludidas operaciones de crédito, éstas no pueden significar sino un recurso temporario para resolver dificultades inmediatas y solo el aumento de nuestras exportaciones constituirá la solución satisfactoria y permanente de nuestro problema.

De ahí las negociaciones efectuadas con el Brasil, los arreglos con otros países vecinos y los esfuerzos que se realizan para estimular las exportaciones de nuevos productos.

La Argentina está, por fortuna, en condiciones de producir muchos artículos que los Estados Unidos y otras naciones adquirirían en los mercados europeos que hoy están cerrados y a los cuales podemos y debemos sustituir.

El Decreto N° 78.466 dictado por el P. E. el 29 de noviembre de 1940 tiene precisamente por finalidad estimular esas exportaciones de productos nuevos mediante la aplicación de tipos de cambio más favorables y ajustar nuestras compras de artículos no indispensables a las posibilidades que ellos ofrezcan.

A fin de evitar una competencia exagerada que podría llevar a la implantación en el país de industrias que luego no serían capaces de mantenerse y que, a la vez, provocara en el extranjero la adopción de medidas para proteger intereses afectados, el Gobierno Nacional ha creído que esa labor de tanta trascendencia solo podrá cumplirse con eficacia por intermedio de organizaciones especiales autorizadas por el Poder Ejecutivo luego de comprobar sus condiciones de seriedad y responsabilidad. Estas organizaciones vendrían a aunar los esfuerzos de las firmas individuales y a ligarlos con el interés de los exportadores extranjeros que, por su conocimiento del propio mercado y sus vinculaciones con las firmas que en él operan, están en mejor situación para hacer una labor efectiva en favor de la demanda de nuestros productos.

Dentro del orden de ideas expuesto, el Decreto relativo a estas organizaciones limita las utilidades a repartir al 4% del capital invertido, a fin de que la mayor parte de las diferencias que recauden entre los precios de compra y venta de cambio se destine a cumplir un vasto plan de propaganda en el exterior, al estudio de

nuevos mercados y, en general, a llevar adelante toda iniciativa tendiente a estimular el desarrollo de las exportaciones.

Consideraciones de orden práctico determinan la conveniencia de aplicar el sistema a un escaso número de artículos de importe elevado, que solo podrán importarse así en la medida en que lo permita la cantidad de cambio proveniente de las exportaciones que dichas organizaciones efectúen o promuevan.

La importación de las demás mercaderías, que también es necesario reducir por las razones expuestas más arriba, se ajustará espontáneamente mediante el sistema de licitaciones de permisos previos dispuesto por el mencionado Decreto y por el cual se adjudicará el cambio disponible a los importadores que ofrezcan los precios más altos.

En materia de importación, el Gobierno Nacional ha resuelto, en síntesis, asegurar tipos preferenciales a los productos que tienen mayor influencia en el costo de la vida y en el mantenimiento de las fuentes de trabajo, como forma de evitar la elevación de precios. La importación de los productos restantes, susceptibles de ser restringidos, queda supeditada en algunos casos a la cantidad de cambio que se obtenga de las ventas al exterior de artículos nuevos y, en otros, al resultado de las licitaciones de cambio a realizarse dos veces por semana.

#### 46. LOS CREDITOS OBTENIDOS EN LOS ESTADOS UNIDOS

A mediados de 1940 el Banco Central obtuvo un préstamo de 20 millones de dólares del Export-Import Bank, que no llegó a utilizarse porque se refundió con el nuevo crédito de 60 millones de dólares concedido en diciembre último por la mencionada institución estadounidense. También se obtuvieron 50 millones de dólares del Fondo de Estabilización de los Estados Unidos.

Estas operaciones, que ascienden en total a 110 millones de dólares, son el resultado de las gestiones realizadas en los Estados Unidos por el Embajador Argentino en Washington y el Gerente

General del Banco Central, que merecieron una favorable acogida por parte de las autoridades de dicho país, dispuestas a colaborar en la solución del grave problema de divisas que debe afrontar la Argentina. En la nota que presentaron al Presidente del Export-Import Bank el 9 de diciembre de 1940, decían, repitiendo conceptos ya expresados en un memorándum de fecha 16 de noviembre:

“Como país que ha cumplido siempre sus compromisos, creemos tener títulos suficientes para usar del crédito en estos tiempos difíciles. Pero en modo alguno pretendemos liquidar todo ese déficit mediante el uso del crédito. Por lo contrario estamos dispuestos a exportar con tal propósito una cantidad razonable de oro y a economizar en nuestras importaciones todo lo que sea posible, sin quebrantar la estructura económica del país”.

“Acudimos al uso del crédito solamente como expediente transitorio para satisfacer nuestras necesidades de cambio. Pero no debemos olvidar que solo en el aumento de nuestras exportaciones ha de encontrarse la solución permanente de nuestro problema y a este respecto creemos firmemente que el mercado norteamericano ofrece ventajosas posibilidades para la venta de muchos productos argentinos”.

Los 60 millones de dólares concedidos por el Export-Import Bank tienen un interés anual del 3,6%. Según el plan convenido para la cancelación del crédito, no se amortizará suma alguna durante los primeros 18 meses contados a partir de su utilización. De más está señalar las ventajas que ello reporta si se tiene en cuenta nuestra situación actual de cambios. Transcurrido ese plazo, se abonarán 9 cuotas semestrales a razón de 5% cada una y el saldo se cancelará posteriormente en otras 5 cuotas semestrales.

Los 50 millones de dólares que restan serán facilitados por el Fondo de Estabilización con el propósito de apoyar la cotización del peso moneda nacional con respecto al dólar americano. En virtud de este acuerdo la Tesorería de los Estados Unidos podrá comprar pesos argentinos entregando dólares en pago hasta completar la mencionada cantidad.

Ambos créditos, que han sido concedidos al Banco Central con la garantía del Gobierno Nacional, fueron aprobados por el

Directorio, que autorizó al Gerente General a suscribir los respectivos acuerdos en representación del Banco.

Tan pronto como el Gobierno Nacional esté legalmente autorizado para otorgar su garantía, los 110 millones de dólares podrán ser utilizados para cubrir buena parte de las necesidades de cambio.

**PROFUNDAS ALTERACIONES  
DE LA ECONOMIA ARGENTINA  
PROVOCADAS POR LA GUERRA <sup>32</sup>**

- 47. POR QUE SE MANTIENE LA ACTIVIDAD ECONOMICA
- 48. EL PODER DE COMPRA QUE EL ESTADO  
PONE EN MOVIMIENTO
- 49. HAY DIVISAS, PERO FALTAN MERCADERIAS
- 50. LA ESCASEZ DE MATERIALES BASICOS  
Y LA NECESIDAD DE RACIONARLOS
- 51. LAS DIVISAS EN SEGUNDO PLANO
- 52. PRUDENTE LIMITACION EN EL INCREMENTO  
DE PODER DE COMPRA
- 53. CONVIENE TOMAR MEDIDAS DE PREVISION
- 54. LA TRANSFORMACION DE FONDOS A LARGO PLAZO EN  
RECURSOS LIQUIDOS
- 55. LAS DIVISAS BLOQUEADAS Y EL TRUEQUE
- 56. FALLAS FUNDAMENTALES DE LOS ARREGLOS DE  
TRUEQUE O COMPENSACION
- 57. EL PROBLEMA SUBSISTE Y PUEDE AGRAVARSE
- 58. LAS CIRCUNSTANCIAS NO PERMITIRAN VENDER  
SISTEMATICAMENTE MAS DE LO  
QUE SE COMPRA

<sup>32</sup> Memoria anual, 1941, págs. 1-15.

#### 47. POR QUE SE MANTIENE LA ACTIVIDAD ECONOMICA

Ha pasado otro año más sin que aparezcan distintamente en la periferia las profundas alteraciones que el desarrollo de la guerra está provocando dentro de la economía argentina.

El volumen de los negocios internos es elevado y la actividad industrial está alcanzando índices de extraordinaria significación, las construcciones han vuelto a tomar notable impulso; hay gran animación en las operaciones inmobiliarias y bursátiles, y el Estado realiza fácilmente operaciones financieras de ingente magnitud. No es extraño, pues, que la opinión general no advierta en todo su significado y amplitud los fenómenos que se van operando en el seno de la economía.

Dicho en pocas palabras, el movimiento sigue siendo intenso porque se ha mantenido en alto nivel la corriente de poder de compra de la colectividad, como si el país siguiese exportando normalmente su producción agropecuaria. Y esto ocurre porque el Estado ha utilizado intensamente los recursos del sistema bancario para adquirir los excedentes de producción y financiar los gastos que no pueden cubrirse con los medios usuales del Tesoro.

Se ha evitado así la contracción violenta de la actividad económica y sus graves consecuencias sociales. Pero ello va creando en nuestro país serios problemas que es aconsejable examinar a tiempo a fin de encontrarles adecuada solución, en unos casos a medida que se desarrollan, en otros cuando la terminación de la guerra imponga un reajuste general cuyas proyecciones es imposible calcular. Hay mientras tanto que prever y preparar.

#### 48. EL PODER DE COMPRA QUE EL ESTADO PONE EN MOVIMIENTO

Cuando los productores rurales reciben del Estado el valor de granos que quedan sin exportar, el poder de compra así obtenido se distribuye en distintos sectores de la economía como si las cosechas hubiesen sido compradas ordinariamente para la exportación. Los efectos internos de esta circulación de poder de compra sobre las actividades productivas y comerciales y las importaciones son idénticos en uno y otro caso. En nada se diferencia el billete que entrega el Estado del que paga el exportador de cereales. Sin embargo, las discrepancias entre un procedimiento y otro son bien perceptibles para las finanzas públicas y para el mecanismo de la moneda y del balance de pagos. Si los granos se exportan normalmente, el país recibe con ello las divisas necesarias para pagar las importaciones que se desarrollan en virtud del proceso circulatorio del poder de compra puesto en movimiento por los exportadores. En cambio, si el Estado compra las cosechas y no las puede exportar, se mantiene como en el caso anterior el ritmo de la actividad de los sectores de la economía que dependen fundamentalmente de la producción rural —lo que vale decir toda la economía argentina— y se desarrolla asimismo la corriente de importaciones; pero no se logran en ninguna etapa de este proceso las divisas necesarias para abonar tales importaciones. He aquí la diferencia esencial entre ambos procedimientos.

Del mismo modo, cuando la financiación de los gastos del Estado, en vez de significar un simple traslado de poder de compra de manos del contribuyente y el suscriptor de títulos a las arcas del Tesoro Público, se realiza por medio de la creación adicional de poder de compra a raíz de la expansión del crédito, se promueve también el desarrollo de las actividades internas, pero, al mismo tiempo, se propende a estimular las importaciones en forma idéntica a la del segundo proceso arriba indicado.

Hay que hacer uso entonces de las reservas metálicas para pagar importaciones en la medida en que éstas no se restrinjan por

otros medios, o recurrir a empréstitos extranjeros si no se quiere debilitar estas reservas.

#### 49. HAY DIVISAS, PERO FALTAN MERCADERIAS

Tal fue la situación que a fines de 1940 indujo a concertar en Washington operaciones financieras por 110 millones de dólares. Las divisas servirían para el pago de importaciones esenciales cuya intensa restricción no era aconsejable, y el equivalente en pesos moneda nacional obtenido en la negociación de esas divisas se emplearía principalmente en financiar las cosechas sin acudir a la expansión interna del crédito bancario.

Sin embargo, las circunstancias se han transformado notablemente de entonces a hoy. Nuestras exportaciones a Estados Unidos han mejorado en forma muy marcada pasando de 264 millones de pesos en 1940 a 562 millones en 1941. Y el país ha recibido apreciables cantidades de divisas por la incorporación de fondos extranjeros. El balance de pagos ha cerrado con excedente, en vez de agravarse el déficit, como se entreveía en aquella época. Ya no hay por lo tanto, en las presentes circunstancias, un problema de divisas. Pero desgraciadamente se presenta otro mucho más serio: disponemos de suficientes divisas pero escasean las mercaderías y las bodegas en que transportarlas.

#### 50. LA ESCASEZ DE MATERIALES BASICOS Y LA NECESIDAD DE RACIONARLOS

Como es bien sabido, las exigencias de la economía de guerra han forzado a Estados Unidos a establecer un severo control restrictivo del consumo civil y de las exportaciones de materiales básicos. Entre ellos figuran los que son indispensables para el desarrollo de nuestras actividades industriales y el consumo de

nuestra población. El elevado volumen que alcanzaron las actividades internas gracias al poder de compra puesto en juego por el Estado, podría verse ahora sensiblemente comprometido por la insuficiencia de esos materiales básicos que no nos es dado producir en los momentos actuales. Se nos plantea, pues, un grave problema, que sólo se podrá afrontar con buen éxito si a la energía y decisión de las medidas que habrán de tomarse se une la comprensión pública de los propósitos que se persiguen y la franca cooperación de las fuerzas del comercio y la industria, que inevitablemente se verán afectados por estos acontecimientos.

Todo ello tiene también una gran importancia monetaria, no solo por la íntima interdependencia entre la moneda y las fuerzas de la economía, sino además porque si la presión del poder de compra adicional se ejercita sobre importaciones cada vez más restringidas, se acentuará el fenómeno interno del alza de precios, trayendo consigo serias perturbaciones.

Es indispensable, por lo tanto, aliviar ante todo esa presión con medidas que aseguren que los artículos esenciales cuya importación es insuficiente para satisfacer todas las necesidades, solo se apliquen a los usos más urgentes e importantes para la economía nacional, suprimiendo así la demanda para aplicaciones menos importantes o en las cuales el artículo importado pueda sustituirse por otros de producción nacional.

Estas son precisamente las condiciones bajo las cuales el organismo competente del Gobierno de los Estados Unidos concede las cuotas de exportación: compromiso firme del gobierno del país importador de seguir un severo criterio selectivo en la aplicación de los artículos adjudicados, según se podrá ver en el lugar pertinente de esta Memoria, en donde se explican las funciones que el Gobierno Nacional ha encomendado al Banco Central en esta materia.

En el caso típico del hierro, por ejemplo, habrá que limitar su uso en la construcción a lo estrictamente indispensable y establecer una distribución adecuada entre lo que requieren los trabajos públicos y la actividad privada. El reemplazo del hierro por otros sustitutos de producción local permitirá desviar convenientemente hacia la actividad interna una parte del poder de compra

que presiona sobre la importación. De la medida en que esto pueda hacerse, tanto en ese caso como en los otros que deberán considerarse, así como de la prontitud y firmeza con que se proceda a la tarea de racionamiento, dependerá en gran parte la buena realización del programa. Pero el factor fundamental, como es evidente, radica en la amplitud de las cuotas de exportación que nos otorgue el Gobierno de los Estados Unidos y en las bodegas que puedan conseguirse para su transporte.

## 51. LAS DIVISAS EN SEGUNDO PLANO

El problema de divisas y empréstitos ha pasado así a segundo plano. De muy poco servirían las divisas adicionales en las presentes circunstancias —como no sea para constituir reservas de futura aplicación— mientras no puedan emplearse en procurar las importaciones esenciales que requiere el país. Es cierto que los recursos exteriores permitirían simplificar la financiación de las cosechas. Pero si bien se mira, la utilización de recursos puramente locales, aun cuando representan una movilización más compleja, tendría efectos absolutamente idénticos en el actual estado de cosas, pues los fondos de origen local actúan internamente en la misma forma que los de origen exterior mientras las divisas que respaldan a estos últimos no puedan utilizarse en la compra de mercaderías, según se acaba de explicar.

Estamos atravesando un momento extraordinario, y nuestras preocupaciones deben ser distintas de las que se justificaban frente a las condiciones que prevalecían anteriormente. La incorporación de divisas o fondos exteriores que no sea posible utilizar en la adquisición de mercaderías extranjeras necesarias al país, puede originar problemas similares a los de la creación de cantidades adicionales de poder de compra, sin la válvula de escape de las importaciones.

## 52. PRUDENTE LIMITACION EN EL INCREMENTO DE PODER DE COMPRA

El efecto tónico del incremento de poder de compra podrá proseguir mientras haya margen para el aumento de la actividad industrial dentro de la capacidad potencial del aparato productivo o éste pueda ampliarse fácilmente, y siempre que se satisfagan las necesidades mínimas de materiales básicos para la industria por un adecuado procedimiento de racionamiento y sustitución, según se tiene dicho.

Seguir creando demanda más allá de estos límites mediante la incorporación de nuevo poder de compra de origen interno o externo, traería consigo muy serias y crecientes complicaciones. Habrá, pues, que observar de cerca la evolución de estos factores para prevenir a tiempo peligrosos desarreglos. En este sentido, hemos llegado a una situación en que parece preferible hacer todo lo necesario para emplear más intensamente los amplios medios de pago ya existentes, antes que continuar creando otros nuevos; sobre todo si ello es el resultado de exigencias financieras más bien que de la necesidad de satisfacer los requerimientos provocados por una extensión real de la actividad económica interna.

En esta consideración se inspira precisamente la reciente medida tomada por el Tesoro Nacional para facilitar la financiación de las cosechas durante el año 1942. Los Bonos del Tesoro emitidos con tal propósito podrán colocarse en el público en la medida en que lo permita su capacidad de absorción, con el fin de aprovechar el poder de compra que ya se encuentra en sus manos.

Es de esperar que la colocación de tales Bonos del Tesoro en el público permita reducir lo más posible la necesidad de nuevo crédito bancario. No porque no haya suficiente capacidad en este sentido —pues los medios potenciales son considerables—, sino porque la financiación de las operaciones de compra de cosecha tiene efectos muy distintos según se haga aumentando la deuda del Estado en los bancos o por la colocación de títulos en el público. En uno y otro caso existe un problema financiero: el del

sobrecargo del presupuesto con los servicios de dicha deuda. Pero cuando se acude directamente a los bancos se plantea además un problema monetario, pues ello comporta la creación de nuevas cantidades de poder de compra, las cuales, si se pasa de ciertos límites, comienzan a traer serias perturbaciones. En cambio, en el caso de colocación de títulos hay una mera transferencia de poder de compra que no tiene por qué provocar trastornos monetarios.

Por lo demás, si continúa la mejora de las exportaciones y la expansión de las actividades internas, habrá llegado el momento de examinar si no convendría al Estado tomar nuevos recursos de aquellos renglones de la economía que están en condiciones de proveerlos, antes que recurrir a nuevos aumentos de la deuda, en cualquiera de sus dos formas, para atender las necesidades del Tesoro.

## 53. CONVIENE TOMAR MEDIDAS DE PREVISION

Durante el curso de estos acontecimientos el sistema bancario ha podido preservar totalmente su vigor y mantener el alto grado de liquidez de sus carteras comerciales.

Los elementos de posible perturbación se van acumulando más bien en otros sectores. Hay grandes cantidades de fondos de origen interno y externo que han buscado colocación en títulos, letras u otras inversiones a corto plazo, aparte de los que se han radicado en simples cuentas bancarias. El conocimiento de este hecho constituye una incertidumbre en el mercado, que no se manifiesta en las operaciones presentes sino que se refiere, más bien, a lo que podría pasar si esos valores fuesen objeto de liquidación cuando se modifiquen las condiciones actuales. El organismo monetario ha demostrado ya toda su eficacia para encarar satisfactoriamente movimientos de esta índole. Basta recordar las grandes compras de papeles con que se contribuyó a estabilizar el mercado de valores y tranquilizar el ambiente bancario al comenzar la guerra y al acontecer la caída de Francia, y, más recientemente, al entrar Estados Unidos en la guerra. En todos

esos casos el movimiento fue pasajero y los títulos comprados por la institución reguladora no tardaron en ser absorbidos nuevamente por la plaza. La experiencia ha sido categórica y ha demostrado que el mecanismo monetario debe estar dispuesto en todo momento a facilitar la transformación de fondos invertidos a largo plazo en recursos líquidos. Pero no debe omitirse una oportuna consideración. Esas intervenciones en el mercado de valores coincidieron con momentos en que el Tesoro Público tenía depositados cuantiosos recursos en el Banco Central. De no ser así, éste se hubiera encontrado con la limitación legal que le impide comprar valores nacionales más allá del monto de su capital y reservas y del monto amortizado de los Bonos Consolidados en cartera. La colaboración de las entidades bancarias hubiera permitido buscar una solución a este problema. Pero para que el Banco Central pueda encarar cualquier eventual liquidación de valores en circunstancias extraordinarias, parece necesario extender las facultades que tiene para intervenir con fines de regulación en el mercado de títulos en períodos de emergencia.

#### 54. LA TRANSFORMACION DE FONDOS A LARGO PLAZO EN RECURSOS LIQUIDOS

Esta preocupación no es nueva para el Banco Central. Basta para demostrarlo reproducir los párrafos pertinentes de un memorándum condifencial considerado en el Banco a mediados de 1940:

“En las recientes intervenciones del Banco Central en la Bolsa, se ha comprobado concretamente la importancia capital que tiene esta política no solo para las transacciones bursátiles sino para los bancos y toda la economía del país. La Bolsa es, en efecto, uno de los centros nerviosos más importantes del organismo económico: destruida allí la confianza, el contagio psicológico se propaga rápidamente al resto de la colectividad. Pero hay algo más que esto en la experiencia realizada al respecto, tanto en nuestro país como en otros, principalmente en los Estados Unidos. Las compras de títulos realizadas por los bancos centrales cuando acon-

tecan serias perturbaciones psicológicas constituyen la única forma de dar liquidez al mercado financiero, permitiendo que las inversiones a largo plazo se conviertan instantáneamente en recursos líquidos, en vez de producir una baja desastrosa que no proviene del juego normal de factores económicos. En otros términos, se establece una fácil comunicación entre el mercado financiero y el mercado monetario y ello redundará en el mejor funcionamiento de ambos, aparte de sus efectos sedantes sobre la economía general. El que un banco central esté dispuesto a prestar a los bancos en cualquier momento facilitándoles la transformación de parte de su cartera en fondos líquidos, es un elemento poderoso de estabilidad bancaria; faltaba, por cierto, una válvula de escape semejante para dar desahogo al mercado financiero en momentos de gran presión como los que provocaron esta experiencia. Esta se hizo y con resultados aleccionadores. Pero el Banco Central podría no encontrarse en condiciones de volver a repetirla en circunstancias difíciles por no disponer del resorte necesario para hacerlo. Todos los recursos empleados han sido del Tesoro Nacional, que se encontraba en holgada situación y habría podido disponer además, en caso necesario, del anticipo que la ley permite usar en el mismo banco. Pero estas condiciones favorables podrían no repetirse y el Banco Central, no obstante la magnitud de sus medios, se vería privado de la posibilidad de realizar estas operaciones de regulación bursátil, salvo que el Estado tomase prestado de los bancos con tal propósito, lo que sin duda resultaría inconveniente y tal vez contraproducente cuando hay tensión en la plaza.

En otras legislaciones los bancos centrales están facultados para realizar operaciones de títulos en el mercado abierto (open market operations). Pero entre nosotros el propósito de eliminar de los proyectos bancarios de hace cinco años todo lo que pudiera considerarse como expediente para proveer de fáciles recursos al Estado provocando la temida inflación, evitó que se siguiese en este punto la práctica de otros países. El Banco Central sólo fue autorizado, pues, a comprar títulos por el importe de su capital, las reservas y las lentas amortizaciones de sus Bonos Consolidados. Todo esto ha sido ya invertido y solo puede utilizarse en la regulación normal del mercado vendiendo y comprando valores según

las circunstancias”.

El Honorable Congreso tiene a su consideración este asunto entre los proyectos que el Poder Ejecutivo le envió en agosto de 1941.

## 55. LAS DIVISAS BLOQUEADAS Y EL TRUEQUE

Otro de los problemas de índole monetaria que también merece especial examen, aunque el resolverlo no depende desgraciadamente de la sola determinación de nuestro país, es el de las divisas bloqueadas. No se trata por cierto de un problema emergente de la guerra. La guerra ha acentuado sus manifestaciones, pero sus raíces son más hondas y podrán serlo más aún en la posguerra si no se llega a soluciones adecuadas de carácter internacional.

Las divisas bloqueadas constituyen una consecuencia lógica, aunque no siempre necesaria, de los arreglos de trueque o compensación de acuerdo con los cuales se venía realizando una parte apreciable del comercio mundial antes de este conflicto. Más que al propósito deliberado de ajustar el comercio y los pagos internacionales a nuevas normas, distintas de las que por tanto tiempo habían prevalecido, se debieron a una imposición de las circunstancias, o si se quiere, fueron la demostración concreta de que el mundo económico posterior a la guerra precedente no había sabido reconstruirse para asegurar el sano desarrollo del comercio exterior y el funcionamiento eficaz del régimen del patrón oro.

Mal pudo nuestro país haberse sustraído a la necesidad de acomodar su intercambio a ese régimen cuando los principales compradores de nuestros productos comenzaron la práctica de los arreglos de compensación para defender sus exportaciones ante las consecuencias calamitosas de la gran depresión mundial de principios de la década anterior. La necesidad de seguir exportando obligó a tomar esa determinación. Los arreglos con Gran Bretaña y Alemania figuraron entre los primeros. Pero el arreglo de compensación con Gran Bretaña difería del concertado con Alemania en un punto esencial. En el caso de nuestro convenio con

Alemania, los saldos positivos que arrojaba nuestro intercambio quedaban bloqueados y solo podían utilizarse en compras de mercaderías o para realizar pagos en dicho país. Por el contrario, en el convenio de compensación con Gran Bretaña se reconocía que una parte del saldo podía emplearse para abonar servicios de deuda pública en otros países. Además, dicho saldo no quedaba bloqueado, sino que podía transferirse en oro o dólares mientras no tuviera que emplearse en pagos de mercaderías y servicios financieros en Gran Bretaña. Desgraciadamente, circunstancias derivadas de la guerra llevaron a Gran Bretaña a bloquear los saldos y a suprimir las transferencias para el pago de los servicios de la deuda. Con ello desaparecieron, en este aspecto, las diferencias fundamentales entre ambos arreglos de pagos.

Además de estos dos convenios principales, la Argentina fue concertando otros de características parecidas, de tal suerte que, en el último año de paz, aproximadamente el 60% de nuestras importaciones se realizaban por medio de arreglos de trueque o compensación<sup>33</sup>.

## 56. FALLAS FUNDAMENTALES DE LOS ARREGLOS DE TRUEQUE O COMPENSACION

El país tiene, pues, experiencia suficiente para formarse cabal opinión acerca de esta materia. Pero en el problema han entrado ahora nuevos términos, en tanto que otros, ya existentes, se han agravado, y amenazan con agravarse más aún después de la guerra si no se encara a tiempo su solución. Conviene, por lo tanto, expresar con claridad lo que ello significa para nuestro país, contribuyendo así a despejar la cuestión en lo que a nosotros concierne.

<sup>33</sup> Esta cifra corresponde al año 1938 y se distribuye a razón de 10,3 % para Alemania, 20,1 % para Reino Unido y 29,6 % para otros países. En el caso del Reino Unido y otros países, no existía bloqueo de fondos, como se ha dicho, pero sí la obligación de poner a disposición de esos países para pagar importaciones, una cantidad de divisas equivalente al monto de nuestras exportaciones.

Recuérdese ante todo que el trueque o la compensación sobrevienen en las negociaciones económicas cuando los países compradores establecen como condición para seguir comprando que el país vendedor adquiera de ellos, en reciprocidad, mercaderías que, junto con el pago de servicios financieros, representen un valor equivalente. Se tiende así a equilibrar el balance comercial o el balance de pagos entre país y país. La fácil demostración de que eso es tan absurdo desde el punto de vista de la sana teoría económica como complicado desde el punto de vista de la práctica, no impidió la extensión progresiva del sistema. Fue más fuerte, en los países que lo iniciaron, el designio de asegurar sus ventas al exterior en los mercados de aquellos otros en que gravitaba intensamente su potencia de grandes compradores. Quizá se hayan resuelto así problemas particulares de intercambio de país a país. Pero al generalizarse el procedimiento, un nuevo factor depresivo venía a sumarse a los que de tiempo atrás sofocaban el comercio mundial.

Fue así como nuestras importaciones dejaron en buena parte de orientarse por razones de precio, calidad o preferencias del comprador, para dirigirse forzosamente hacia aquellos países en que teníamos un saldo de divisas que utilizar. Estas divisas ya no podían usarse libremente para realizar pagos o adquisiciones en otros países, sino que tenían que emplearse en el país que las había producido con sus compras. El permiso de cambio, además de ser un instrumento restrictivo de las importaciones, se convirtió entonces en instrumento selectivo, y puede afirmarse a la luz de la experiencia que esta segunda función fue a menudo más importante que la primera.

Por lo tanto, no pudiéndose utilizar los saldos de divisas en otros países, dentro de la lógica del sistema no cabía otra solución que restringir las importaciones provenientes de aquellos que no compraban productos argentinos en cantidad suficiente para pagar con las divisas resultantes nuestras importaciones y servicios financieros. Esta fue en breves palabras la historia de nuestras relaciones económicas con Estados Unidos desde la crisis mundial hasta tiempos recientes. Las restricciones fueron de variable intensidad: atenuábanse en momentos de holgura provocados por me-

jores exportaciones o abundantes importaciones de capitales, o se reforzaban en circunstancias adversas, sea en forma de limitaciones directas o de movimientos en los tipos de cambio.

## 57. EL PROBLEMA SUBSISTE Y PUEDE AGRAVARSE

Este problema tiende a agravarse conforme el conflicto se va prolongando. Gran Bretaña ha seguido comprando cantidades considerables de nuestros productos, pero cada vez le es más difícil proveernos de los artículos que requiere nuestra importación. Han ido aumentando, pues, las existencias de libras bloqueadas. Y así, hace algún tiempo, mientras por un lado escaseaban los dólares para pagar nuestras adquisiciones en los Estados Unidos, sobraban las libras en nuestras cuentas del Banco de Inglaterra. Posteriormente mejoró nuestra posición de dólares pero continuaron al mismo tiempo aumentando nuestros haberes en libras y seguirían creciendo si prosiguen las tendencias actuales en nuestro comercio con el área de la libra esterlina.

Hay manera, desde luego, de aliviar estas existencias de libras esterlinas, y a ella se ha recurrido en la medida posible. Baste señalar que se ha comenzado en 1941 con la repatriación de valores nacionales. Pero estas operaciones tienen necesariamente su límite. Cuando el mercado interno de títulos no da abasto para satisfacer las exigencias financieras locales y es necesario expandir el crédito para financiar cosechas, no se está por cierto en el momento más propicio para negociar aquí —debidamente transformados— los valores adquiridos en Londres. La solución tiene que ser de otro carácter, como que no se trata, según ya se ha visto, de dificultades pasajeras engendradas por el conflicto, sino de un problema de más honda raíz y serias proyecciones futuras.

Es el caso de preguntarse, a este respecto, si Gran Bretaña, después del ingente esfuerzo financiero de esta guerra, se sentirá dispuesta a abandonar prontamente el régimen de libras blo-

queadas y prescindir de arreglos de compensación cuya técnica va perfeccionando progresivamente. Si así no fuera, nuestro país no tendría otra salida para utilizar las libras ya acumuladas y las que vayan acumulándose, que tratar de desviar en lo posible sus importaciones hacia Gran Bretaña con desmedro de la competencia de otros países y por más que sea evidente para el nuestro la conveniencia de comprar allí donde mejor le resulte, siempre que tenga a su disposición los medios para hacerlo. Análoga sería la situación de los principales países del continente europeo con los que hemos mantenido importantes relaciones de intercambio. Volveríamos, pues, impelidos por las circunstancias, al sistema de equilibrar en compartimientos estancos nuestro comercio internacional y a usar del permiso de cambio con fines restrictivos y selectivos.

Que Estados Unidos reconozca este problema y le atribuya toda su significación, se demuestra por el contenido de una de las notas anexas al tratado comercial recientemente firmado con la Argentina. El principio general del tratado es el de la aplicación incondicional e ilimitada de la cláusula de la nación más favorecida, tanto en materia de derechos aduaneros como de tratamientos de cambio. Pero se admite la excepción de un tratamiento más favorable de cambio para las mercaderías provenientes de Gran Bretaña mientras no se resuelva el problema de las libras bloqueadas.

#### 58. LAS CIRCUNSTANCIAS NO PERMITIRAN VENDER SISTEMATICAMENTE MAS DE LO QUE SE COMPRA

Acaso haya llegado el momento de examinar la posibilidad de resolver este problema vinculándolo a un arreglo monetario de carácter continental o de mayor amplitud si fuera posible. Habría que procurar hacer en grande lo que en pequeño ha comenzado a hacer nuestro país con Bolivia y Paraguay. Con ambos países el saldo de nuestro intercambio es positivo y para facilitar su liquidación les hemos comprado libras bloqueadas pagándo-

las en pesos. Se concibe un arreglo de esta naturaleza entre todos los países de este continente. Sin la intención de proponer una fórmula, se harán en seguida algunas consideraciones con el solo propósito de señalar dónde radica la dificultad fundamental sin cuya remoción no habrá arreglo monetario perdurable. Supóngase que se establezca un fondo común que adquiera todas las libras bloqueadas de los países de este continente pagándolas en dólares. Estos dólares sólo podrían usarse para pagos dentro del continente. Por otro lado, los países del continente que necesiten comprar libras tendrían que tomarlas del fondo común pagándolas en dólares corrientes o en esos dólares especiales. Todo esto no ofrece dificultad alguna, como es obvio, siempre que haya quien provea al fondo común de los dólares necesarios para la compra de las libras. Y aquí se presenta precisamente el punto fundamental, a saber, el de si no se acumularían de continuo libras bloqueadas en el fondo sin la posibilidad de recuperar los dólares así empleados. Véase lo que ello significaría en última instancia. Si todo el continente americano, o, si se quiere, el área del dólar, acumulara cantidades crecientes de libras en sus relaciones con toda el área de la libra esterlina, habría evidentemente algo que no funcionaría bien entre estas extensas zonas de la economía mundial. En otros términos, el área continental del dólar acumularía libras porque estaría vendiendo más de lo que compraría al área de la libra (prescindiendo, para simplificar esta dilucidación, de los otros renglones del balance de pagos). Pero si se reflexiona bien, no hay régimen monetario o de pagos que pueda sobrevivir a un desequilibrio semejante. Es explicable, desde luego, el desequilibrio entre país y país; pero no podría justificarse el desequilibrio permanente en las relaciones económicas de agrupaciones de países lo bastante grandes para facilitar las compensaciones multilaterales entre las distintas unidades que las constituyen.

Hay, pues, un problema mucho más profundo que el monetario y cuya solución es primordial. No se olvide que el fracaso del patrón oro en la década anterior, más que a deficiencias técnicas, que la experiencia iba corrigiendo, se debió principalmente a las altas tarifas y restricciones que después de la guerra de 1914 obstaculizaron intensamente el libre juego del comercio

mundial. El metálico sólo necesita emplearse transitoriamente para equilibrar los pagos internacionales. Pero si tiene que recurrirse sistemáticamente a él por la imposibilidad de vender en la medida necesaria para pagar lo que se compra y abonar servicios financieros, el procedimiento termina por dar en tierra con el patrón oro, pues no hay reserva metálica que pueda resistir a un déficit persistente en el balance de pagos<sup>34</sup>.

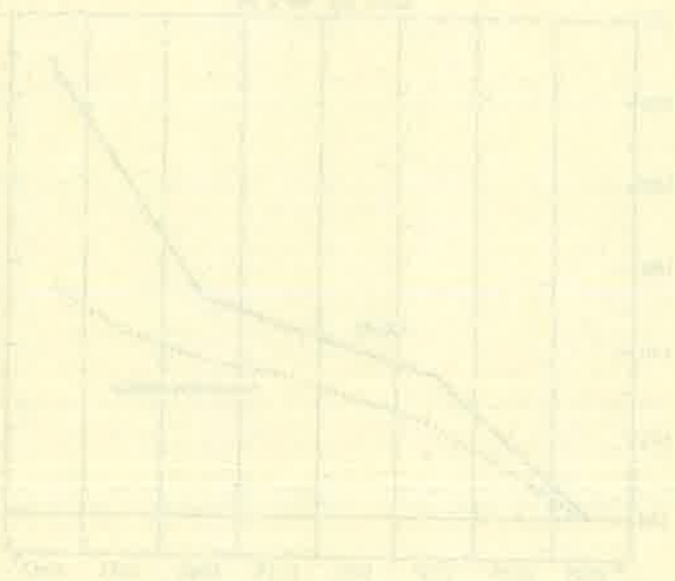
Parece haber una clara convicción al respecto en la opinión calificada de los Estados Unidos. Por su prominente papel en la economía mundial, será de importancia decisiva la actitud de ese país frente a tales problemas. De ella, de su política económica interior y exterior en la posguerra, depende en gran parte que el tráfico mundial y el sistema monetario internacional se reconstruyan sobre bases sanas o que el comercio se subdivida y estrangule en innumerables compartimientos cerrados de trueque. Todo ello con el inevitable recrudecimiento de complicados sistemas de control de divisas, a los cuales no podremos sustraernos, desgraciadamente, por más manifiesta que sea para nosotros la conveniencia de expandir nuestro comercio exterior y volver a un régimen adecuado de libertad monetaria.

<sup>34</sup> La experiencia ha demostrado, por otra parte, que la exportación de capitales para corregir el desequilibrio es un mero paliativo de carácter temporario. Lo fundamental es el movimiento de mercaderías.

## DESENVOLVIMIENTO DE LA ECONOMIA ARGENTINA<sup>35</sup>

59. UN ELEMENTO COMPENSADOR EN LA ACTIVIDAD ECONOMICA
60. INTENSO CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA
61. LOS COMBUSTIBLES
62. DESARROLLO DE LAS CONSTRUCCIONES
63. EL PODER DE COMPRA, LA INDUSTRIA Y LOS PRECIOS
64. NECESIDAD DE CORREGIR EL DEFICIT FISCAL

<sup>35</sup> Memoria anual, 1942, págs. 1-33.



## 59. UN ELEMENTO COMPENSADOR EN LA ACTIVIDAD ECONOMICA

Siempre expuesta en su economía a las continuas fluctuaciones del comercio internacional y del movimiento de capitales, la Argentina está poniendo esta vez de manifiesto su aptitud para amortiguar eficazmente la repercusión de esos cambios sobre sus actividades económicas internas. A causa de restricciones exteriores, las importaciones por habitante se han comprimido violentamente y están por debajo de lo poco que fueron en los tiempos de penuria de la depresión mundial. No ha habido en verdad importaciones tan bajas en los últimos cincuenta años<sup>36</sup>. Y no es esta vez por falta de recursos, pues nuestras existencias de oro han llegado a cifras de gran magnitud. Tenemos hoy un equivalente de m\$<sup>n</sup> 2.000 millones de reservas metálicas. Aunque esto da extremo vigor a la posición técnica de nuestra moneda, a tal punto que cada billete tiene una cobertura de oro de 127 %<sup>37</sup>, preparándola para futuras contingencias, ese oro monetario sólo puede cumplir parcialmente su función específica.

Elementos de resistencia y fuerzas de readaptación que tenía dentro de sí mismo han permitido al país irse sustrayendo, no sin notorias dificultades, a las más graves complicaciones económicas de lo exterior. La actividad económica es intensa, los quebrantos comerciales exiguos, líquido el sistema bancario y holgada la plaza de valores. Todo ello a favor de una demanda ge-

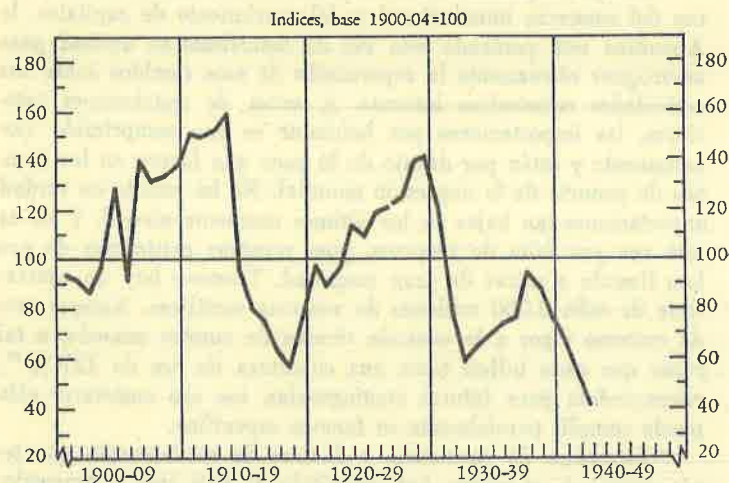
<sup>36</sup> Véase gráfico en la pág. 158.

<sup>37</sup> Véase capítulo XIV, punto 69.

neral persistente donde se vuelca el abundante poder de compra de la población, lo cual, a pesar de sus benéficos efectos, suscita problemas de imposterable consideración.

Es que en cuanto asoma una impresión favorable en tiempos como éstos, sujetos a grandes mudanzas y pendientes como nunca de lo imprevisto, el juicio ecuánime aconseja señalar los puntos débiles junto a lo firme y sano —como lo es en sustancia la situación económica general— y advertir aquello que requiere enmienda o correctivo a fin de precaverse a tiempo de inevitables contragolpes.

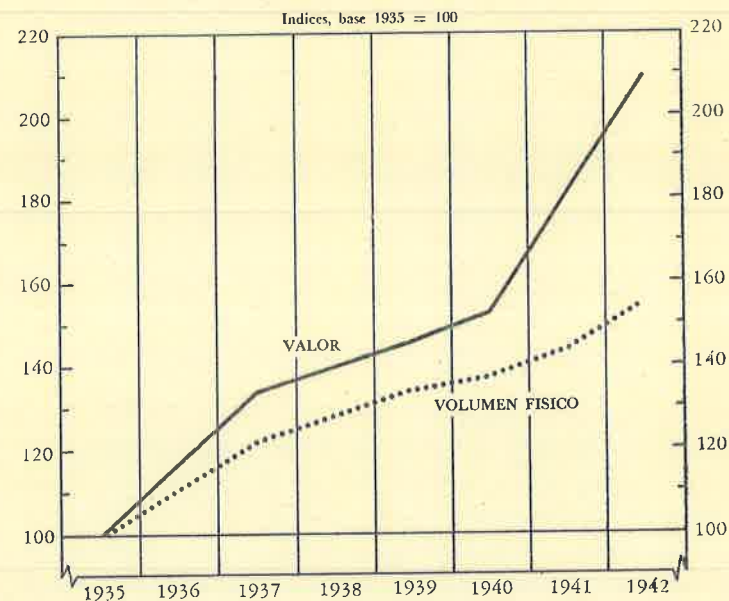
Volumen físico de las importaciones por habitante



Lo que sucede en nuestra economía no tiene, por cierto, un mero valor episódico. Está ocurriendo una transformación de gran significado. Si el esfuerzo industrial satisface gran parte de nuestras necesidades, se debe al crecimiento orgánico de los medios productivos, que ha venido acentuándose a partir de la depresión mundial. Los establecimientos con que así podía contar el país al

comenzar la guerra funcionan ahora, en general, con plena capacidad, en turnos sucesivos de trabajo, y han ensanchado sus plantas en la medida que las circunstancias permitían. Han surgido también en gran número establecimientos pequeños y medianos. Hay iniciativa, espíritu de empresa y una manifestación de capacidad técnica en creciente y firme desarrollo. Aparte de los nuevos productos, la elaboración de los que ya se obtenían antes

Valor y volumen físico de la producción industrial



de la guerra ha aumentado en cantidad y en algunos casos ha mejorado también en calidad. Se han logrado importantes sustituciones y, en donde ha sido posible, la recuperación de materiales se efectúa con diligencia. Pero el funcionamiento de la industria en las actuales circunstancias debe observarse muy estrechamente. Las existencias de materias esenciales han venido disminuyendo,

y en algunos sectores de la industria la situación podría tornarse crítica si no se logra obtener en el exterior las cantidades mínimas que permiten transportar las escasas bodegas disponibles, y sin las cuales no tardaría en resentirse el ritmo de la actividad industrial. Hay motivo, pues, para preocupaciones, tanto más serias cuanto más se prolongue la guerra. Y la población debe estar preparada para aceptar las restricciones que las circunstancias impongan.

### 60. INTENSO CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA

El censo industrial de 1935 atribuyó a la producción extractiva y manufacturera un valor de unos m\$.n. 3.300 millones. Hoy esa cifra, según datos conjeturales, no parece bajar de unos m\$.n. 7.000 millones. Desde luego, el alza reciente de los precios abulta los números. Eliminado este factor, resulta un crecimiento de aproximadamente 55 % en el volumen físico de la producción industrial entre 1935 y 1942.

Este desenvolvimiento productivo fue muy intenso en los primeros años del período y prosiguió en estos tiempos de guerra: entre 1939 y 1942 ha habido un aumento de alrededor de 16 % en el volumen físico. He aquí los índices respectivos que han servido para trazar el gráfico de la página anterior.

Índice de la producción industrial

Año	Volumen	Valor
(Índices, base 1935 = 100)		
1935	100	100
1937	122	134
1939	133	145
1940	137	152
1941	143	1
1942	155	210

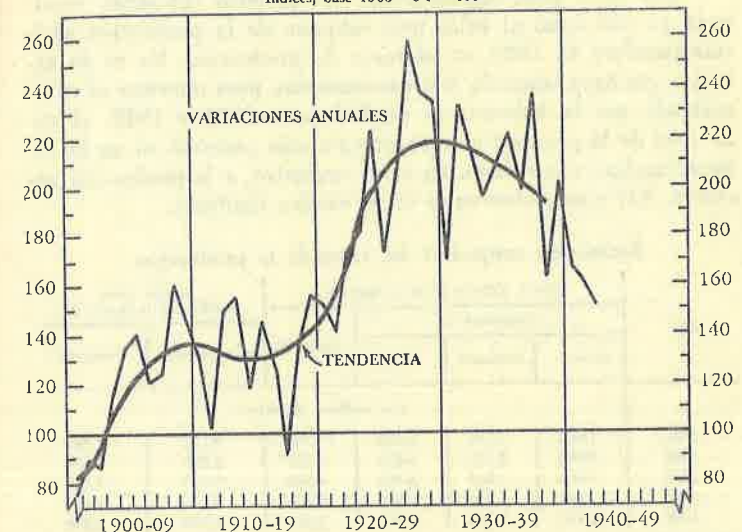
<sup>1</sup> No hay datos.

El país ha continuado creciendo, pues, por su propio impulso vital no obstante haberse detenido en los últimos quince

años el incremento antes rápido y persistente de sus exportaciones, conforme lo enseña el gráfico siguiente. Hasta entonces las exportaciones habían constituido el elemento primordial de nuestro desarrollo: dominaban nuestra economía y con ellas y los capitales que aquí se invertían importábamos la mayor parte de los artículos requeridos por el consumo de la población y el desenvolvimiento de la actividad económica interna.

Volumen físico de las exportaciones

Índices, base 1900-04 = 100



Privado de la posibilidad de continuar su desarrollo por las exportaciones debido al recrudecimiento del proteccionismo agrario de los grandes mercados mundiales, el país ha crecido hacia adentro. Acaso con mucho menor intensidad y consistencia que lo que pudo haberse hecho. Pero el valor de la comprobación es grande y abre campo de acción promisorio, desde el punto de vista económico y demográfico. Y no podría desentenderse de ello la política de la moneda y el crédito.

Los datos que se han visto más arriba no revelan todo el significado que en realidad entraña el esfuerzo industrial. La industria se sirve de materias importadas o producidas por la agricultura o la ganadería cuyo valor está lógicamente englobado dentro de las cifras de la producción industrial. Interesa, sin embargo eliminarlo para tener una cifra, así sea conjetural, del valor neto agregado por la industria a las materias primas de que ella se sirve. Se obtiene así, para 1942, la cantidad de m\$.n. 2.650 millones correspondiente al valor creado por la industria.

Esta cifra neta, representativa del esfuerzo industrial, resultaría ya casi igual al valor neto conjunto de la producción agrícola-ganadera en 1942, en el lugar de producción. No es de extrañar que haya ocurrido este acercamiento, pues mientras el valor agregado por la industria se duplicó entre 1935 y 1942, el valor neto de la producción agropecuaria sólo aumentó en un 25 % aproximadamente, debido, en modo exclusivo, a la producción ganadera. Así puede observarse en el cuadro siguiente.

Estimación conjetural del valor de la producción

Año	Valores globales de la producción				Valores netos creados por la producción	
	Agropecuaria			Industrial	Agropecuaria <sup>1</sup>	Industrial <sup>2</sup>
	Agrícola	Ganadera	Total			
(En millones de m\$.n.)						
1935	1.850	1.050	2.900	3.330	2.150	1.300
1937	2.300	1.350	3.650	4.475	2.850	1.550
1939	1.800	1.300	3.100	4.830	2.400	1.750
1940	1.550	1.350	2.900	5.050	2.200	1.850
1942	1.750	1.750	3.500	7.000	2.700	2.650

<sup>1</sup> Valor global en el lugar de producción menos el valor de los materiales consumidos en el proceso de producción.

<sup>2</sup> Valor de los productos elaborados menos costo de las materias primas, envases, combustibles y energía eléctrica comprada.

Aunque estas cifras señalan una intensa transformación en la economía argentina y la composición de los réditos de la colectividad, conviene evitar conclusiones injustificadas. El poder adquisitivo que emerge de la producción agropecuaria sigue teniendo una influencia dominante sobre la industria y las otras actividades del país. Además, el funcionamiento de la industria

existente, en todo lo que no representa elaboración de productos de la agricultura y la ganadería y si se exceptúa una parte considerable del combustible, depende fundamentalmente de la importación de materiales básicos del extranjero, sobre cuyas perspectivas actuales ya se han formulado algunas consideraciones.

## 61. LOS COMBUSTIBLES

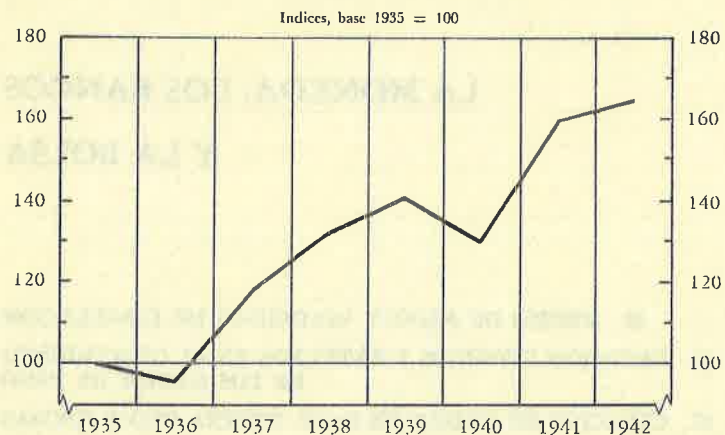
El incremento de la producción industrial ha necesitado, naturalmente, un mayor empleo de combustibles. Las calorías consumidas por la industria, los transportes y la población han aumentado así en 17% entre 1939 y 1942. Las deficiencias de importación se han compensado con el aumento de la producción nacional y el uso de sucedáneos de emergencia. Entre esos sucedáneos corresponde mencionar el maíz, del cual se han consumido cantidades considerables en 1942, y el lino, en grano o aceite, cuya utilización tiende a intensificarse. En las calorías consumidas en 1942 hay apenas un 15 % de origen extranjero, contra 42 % en 1939. Pero las dificultades distan mucho de haber sido conjuradas y el problema, en gran parte de orden distributivo, seguirá exigiendo la más seria atención.

## 62. DESARROLLO DE LAS CONSTRUCCIONES

Las construcciones —sobre todo las de índole privada— comparten con la industria el papel de factores predominantes en el movimiento económico de los últimos tiempos. El esfuerzo de sustitución de materiales importados ha sido intenso. En la construcción pequeña y mediana se ha vuelto a viejas y probadas maderas nacionales, y en la construcción grande la elaboración del hierro viejo en las plantas existentes y en nuevas plantas industriales promete aliviar durante un tiempo razonable la situación creada por el considerable descenso de la importación; las industrias co-

nexas de materiales han prestado en todo esto colaboración muy eficaz. El índice de la superficie cubierta se mantiene así en

**Permisos concedidos para construcciones privadas**  
(Superficie cubierta)



1942 en el alto nivel a que había llegado en 1941, en relación a los años anteriores a esta guerra. El valor de las construcciones en 1942 se estima en unos m\$. 900 millones, incluidos m\$. 360 millones de obras públicas.

### 63. EL PODER DE COMPRA, LA INDUSTRIA Y LOS PRECIOS

Pero no era suficiente que el país dispusiese de la capacidad productiva que hoy usa intensamente, de la posibilidad de sustitución de combustibles y materiales, de la iniciativa de sus hombres de empresa y de una flota mercante que le ha permitido seguir importando un mínimo de materiales esenciales para su actividad económica. Era también indispensable el impulso de la

demanda, y detrás de esa demanda el poder adquisitivo necesario para hacerla efectiva. El Estado lleva ya invertidos m\$. 1.000 millones en la compra de cosechas y es innegable que esos medios de pago creados por el crédito —con las consecuencias que se anotarán a su tiempo— y distribuidos sucesivamente entre distintos sectores de la colectividad han representado un factor importantísimo en el movimiento económico. Si bien el esfuerzo financiero exigido por la compra de las cosechas ha sido en 1942 inferior al de 1941, en cambio la creación de medios de pago provocada por otras necesidades fiscales sigue en aumento. Y a estos dos agentes internos de expansión de poder de compra se une otro exterior de gran amplitud según se verá más adelante. Mientras tanto, la industria en general parecería estar llegando a su punto máximo, salvo que pueda aumentar la importación de maquinarias o de materiales esenciales, lo que hoy no es previsible. Antes bien, nuestra actual capacidad de bodegas —como se ha visto— solo nos permite traer cantidades muy limitadas cuyo aprovisionamiento exterior, por otra parte, no es siempre cierto o seguro. Se habría alcanzado, por lo tanto, el momento en que el exceso de poder de compra, conforme se van agotando las posibilidades de expansión de la industria, presione más y más sobre cantidades de mercaderías que no crecen, y provoque, en consecuencia, nuevas elevaciones internas de precios que vendrían a superponerse a los aumentos de origen internacional.

### 64. NECESIDAD DE CORREGIR EL DEFICIT FISCAL

Es preciso, pues, refrenar en lo posible el ritmo de este fenómeno expansivo. Y siendo el déficit fiscal uno de los factores controlables, allí debiera dirigirse de preferencia el esfuerzo. El Poder Ejecutivo ha señalado en su Mensaje financiero al Honorable Congreso, de mayo último, el significado y los peligros de esta situación. No nos corresponde, desde luego, examinar los medios adecuados para mejorarla ni en qué grado sea posible

reducir o limitar los gastos y aumentar los recursos fiscales. Pero sí señalar la trascendencia del problema, que concierne también a los dirigentes de la economía privada, especialmente a los de aquellas ramas que más se han visto favorecidas por la creación de poder de compra<sup>38</sup>. Con los efectos estimuladores de este proceso se ha logrado poner en plena marcha la economía. Y frente al riesgo de que lo alcanzado se malogre con la exageración del estimulante —que en este como en otros casos suele ser pernicioso— concierne a todos frenar el ritmo con medidas que tengan equitativamente en cuenta el desenvolvimiento de las distintas actividades durante esta emergencia, desenvolvimiento que no ha sido parejo, desde luego, como queda demostrado en el cuadro de la página 162.

Un programa para contener e ir reduciendo gradualmente el déficit parece tanto más recomendable cuanto que la magnitud de las necesidades fiscales provocadas por él, unidas a las exigencias financieras del plan de trabajos públicos y de las compras de cosechas, son muy superiores a la capacidad de absorción del mercado de títulos. Así lo señala claramente el Poder Ejecutivo en el Mensaje citado. Ello no excluye, claro está, que se realice el mayor esfuerzo posible para atender esas necesidades con la colocación en el público de valores a plazos largos, medianos y cortos antes que seguir recurriendo a la expansión crediticia con la consiguiente dilatación de los medios de pago.

<sup>38</sup> No solamente por el poder de compra resultante de la expansión del crédito, sino también por el de origen externo, en cuya magnitud tiene gran influencia el tipo de cambio a que se adquirieran las divisas.

## LA MONEDA, LOS BANCOS Y LA BOLSA

65. MEDIOS DE PAGO Y VELOCIDAD DE CIRCULACION
66. FACTORES INTERNOS Y EXTERNOS EN EL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO
67. CREACION DE MEDIOS DE PAGO CONTRA ORO Y DIVISAS
68. EL PROBLEMA DE LAS LIBRAS BLOQUEADAS
69. EL ORO Y DIVISAS COMO RESPALDO MONETARIO
70. NO HA SIDO NECESARIO EL REDESCUENTO
71. LA POLITICA DE ABSORCION Y LAS NECESIDADES DEL TESORO
72. HOLGADA SITUACION DE LOS BANCOS
73. EL BANCO DE LA NACION Y LA FINANCIACION DE LAS COSECHAS
74. LA EMISION DE BILLETES CONTRA TITULOS
75. INTERVENCION DEL BANCO CENTRAL EN LA BOLSA
76. DIVERSIFICACION DE LOS PAPELES DEL TESORO

## 65. MEDIOS DE PAGO Y VELOCIDAD DE CIRCULACION

Anotada la estrecha vinculación entre la actividad económica y la política financiera y monetaria en cuanto se traduce en incremento de poder de compra, ha llegado el momento de examinar la amplitud de los hechos, la forma en que ha circulado ese poder de compra o los medios de pago, como quiera llamársele, y los factores externos e internos que trajeron consigo su expansión.

Crecimiento de los medios de pago

Diciembre 31	Dinero en el público	Depósitos corrientes	Total de medios de pago
(En millones de m.\$n.)			
1938	983	1,501	2,484
1939	1,029	1,682	2,711
1940	1,127	1,653	2,780
1941	1,328	2,219	3,547
1942	1,514	2,733	4,247

Los medios de pago, constituidos por el dinero que circula en manos del público<sup>30</sup> y los depósitos en cuentas corrientes bancarias, que, movidos por el cheque, desempeñan idéntica función, han crecido nuevamente un 20 % en 1942 después de haber subido un 28 % en 1941.

Han aumentado, pues, con gran amplitud los medios de pago, pero la intensidad con que han sido empleados disminuyó

<sup>30</sup> Esto es, los billetes y moneda subsidiaria que no forman parte de los efectivos de los bancos.

sensiblemente. Parte del incremento ha tendido a permanecer con escaso movimiento en las cuentas corrientes de los bancos, aliviando así la presión alcista que la plétora de medio circulante ejerce sobre el nivel de los precios. Se advierte muy bien este descenso de la velocidad de circulación en el movimiento de los depósitos corrientes del público (excluidos los oficiales). Mientras los depósitos corrientes del público crecieron el 50 % entre 1939 y 1942, los pagos realizados con estos depósitos solo aumentaron en 24%, en virtud de que la velocidad de circulación, o sea la intensidad con que se utilizan los medios de pago, disminuyó en 17 %, según se verifica en estas cifras:

Índice de la velocidad de circulación de los depósitos corrientes

Año	Depósitos corrientes del público	Pagos con cheques	Velocidad de circulación
(Índices, base 1939 = 100)			
1939	100	100	100
1940	104	95	91
1941	123	107	87
1942	150	124	83

La disminución de la velocidad de circulación ha tenido, pues, el efecto de neutralizar parcialmente las consecuencias del ascenso en los medios de pago. Conviene a este respecto una breve aclaración. El aumento de los precios se inició en los artículos de importación. Subieron los precios desde el comienzo de la guerra y el alza en muchos casos se acentuó localmente por la gran actividad de la demanda impelida por la expansión del poder de compra, especialmente en aquellos casos en que la oferta experimentó notorias restricciones. Esta demanda intensa, por otro lado, estimuló el aumento de la producción industrial, como ya se ha visto. La elevación de los precios fue así un incentivo de mayor producción y de creciente empleo de sucedáneos tanto en materias primas y combustibles como en productos elaborados. La abundancia de medios de pago y el menor rendimiento de los títulos constituyeron, del mismo modo, elementos muy importantes en la reactivación de las construcciones y el considerable incremento en las transacciones inmobiliarias. Resalta

en esta forma la interdependencia entre los medios de pago y el volumen de las transacciones: éstas fueron acicateadas a precios en alza por el aumento de aquéllos, y las mayores transacciones requirieron, a su vez, cantidades mayores de medios de pago. En qué medida, en esa elevación de los precios, el alza exterior se acentuó localmente por la expansión del poder de compra, es punto menos que imposible establecerlo dada la forma en que los negocios se realizaron en nuestro mercado y los exteriores. Pero sí puede afirmarse que, de no haber disminuido la velocidad de circulación de los depósitos corrientes, los efectos del desarrollo en los medios de pago hubieran sido mucho más intensos, a juzgar por la magnitud de su crecimiento.

En síntesis, el incremento de los medios de pago ha tenido la siguiente evolución: *a)* en parte ha provocado aumentos en el volumen de las transacciones, que a su vez han necesitado mayor cantidad de esos medios de pago; *b)* en parte ha sido exigido por el aumento de los precios provocado por factores externos, tanto en los de importación como en los de exportación; *c)* otra parte ha acentuado localmente el alza de los precios, y *d)* el resto ha permanecido sin mucho movimiento en las cuentas bancarias.

El descenso en la velocidad de circulación está indicando que la cantidad de poder de compra es excesiva. Por lo tanto, si continúa creciendo mientras el volumen de transacciones se encuentra contenido en su ascenso o muy cerca de serlo —según ya se dijo— por haberse aproximado la producción industrial del país al límite de su capacidad presente, sin perspectivas de expansión inmediata, se corre el riesgo de que se haga más pronunciada la acentuación local del alza exterior de precios.

## 66. FACTORES INTERNOS Y EXTERNOS EN EL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO

Se ha señalado en otro lugar la importancia de la expansión del crédito en la creación de medios de pago, debida principalmente a la financiación de las cosechas y otros requerimientos

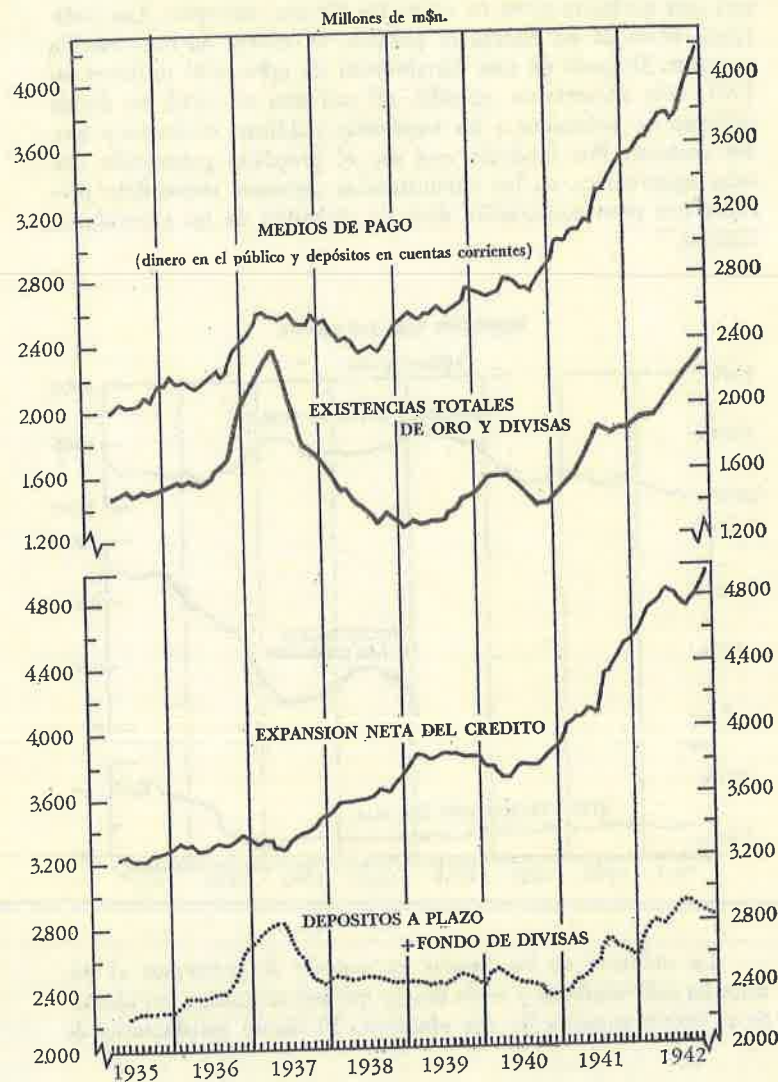
fiscales. Pero junto con este factor de origen interno ha obrado activamente otro de origen exterior. Así, en 1942 se crearon m\$.n. 482 millones de medios de pago mediante el crédito bancario y m\$.n. 465 millones fueron el resultado de la incorporación de una cantidad equivalente de oro y divisas provenientes del fuerte saldo positivo en nuestras cuentas exteriores o sea un total de m\$.n. 947 millones. Pero, por otro lado, una parte de estos medios de pago se transformaron en depósitos de ahorro y a plazo, esto es, perdieron su carácter de medio circulante. El crecimiento neto de los medios de pago en 1942 se redujo así a m\$.n. 700 millones. En el cuadro y en los gráficos que siguen

Situación monetaria

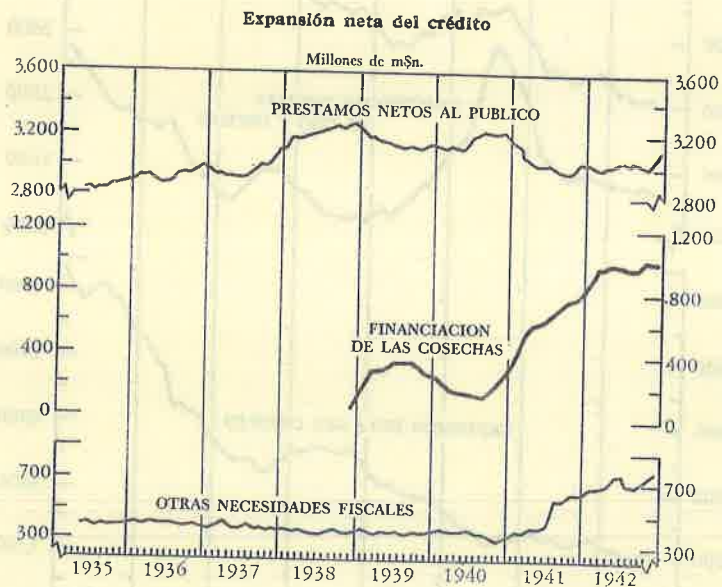
Concepto	Variaciones en:			
	1939	1940	1941	1942
	<i>(Aumentos o disminuciones en millones de m\$.n.)</i>			
Medios de pago .....	227	69	767	700
Depósitos corrientes .....	181	- 29	566	514
Moneda en el público .....	46	98	201	186
Origen de los medios de pago .....	261	- 44	1.051	947
Factores internos .....	113	34	593	482
Préstamos netos al público .....	- 128	15	- 148	69
Financiación de cosechas .....	213		505	242
Otras necesidades fiscales .....	23	- 9	192	165
Emisión subsidiaria y reemplazo de billetes .....	5	28	44	6
Factores externos .....	148	- 78	458	465
Oro .....	171	- 160	268	416
Divisas de libre disposición .....	- 47	31	176	- 65
Libras bloqueadas .....	11	56	53	175
Otras divisas bloqueadas .....	13	- 5	- 39	- 61
Medios de pago absorbidos .....	22	- 86	265	257
Depósitos a plazo .....	- 13	- 48	125	296
Fondo de divisas .....	35	- 38	140	- 39

se observa el desarrollo de estos hechos y la forma en que se produjo la dilatación del crédito en los préstamos al público, la financiación de las cosechas y los otros requerimientos fiscales.

Evolución de los medios de pago



Adviértese claramente que el crecimiento de los préstamos está casi exclusivamente en estos dos últimos conceptos. Los préstamos netos de los bancos al público, en efecto, no han tendido a crecer. Después de una disminución de m\$. 148 millones en 1941, sólo aumentaron en m\$. 69 millones en 1942, en donde influyen los préstamos a los empleados públicos, conforme a una ley reciente. Por laudable que sea el propósito perseguido con estas operaciones, en las circunstancias presentes convendría proceder con gran moderación dada la magnitud de las necesidades fiscales.



La conducta de los bancos en materia de préstamos al público ha sido prudente y es de desear que así se prosiga, no obstante el fuerte aumento de sus efectivos. El monto satisfactorio de

sus beneficios con el volumen actual de operaciones, les permite mantener esos mayores efectivos sin necesidad de presionar la plaza en busca de colocación. El Banco Central espera seguir contando con su probado espíritu de colaboración para evitar el crecimiento de los préstamos mientras persista la situación actual.

### 67. CREACION DE MEDIOS DE PAGO CONTRA ORO Y DIVISAS

Volviendo ahora al punto principal, nótese que la creación de medios de pago mediante las compras de oro y divisas por los bancos tiene una magnitud similar a la proveniente de la expansión del crédito. Como explicamos en la Memoria del año 1938, el proceso es el siguiente: cuando los bancos compran cambio a los exportadores o remitentes de fondos del exterior acreditan su importe en pesos en las cuentas corrientes, tal como ocurre en las operaciones de préstamos. Luego venden ese cambio al Banco Central, que les acredita su importe en sus cuentas de efectivo. Aumentan así los depósitos de los bancos en el Banco Central, el que está obligado a pagarlos en cualquier momento emitiendo billetes. A su vez, el Banco Central, si ese cambio está constituido por divisas libres, lo transforma de inmediato en oro en el mercado de Nueva York, dejando solo una parte en dólares para las necesidades corrientes.

Las tenencias actuales de oro llegan a un equivalente de m\$.n. 1.997 millones al 31 de diciembre pasado. A ello hay que agregar un equivalente de m\$.n. 54 millones en dólares y otras divisas de libre disposición. De modo que el total de oro y divisas de libre disposición asciende a m\$.n. 2.051 millones. Además, hay una existencia de m\$.n. 262 millones de libras bloqueadas en Londres y de m\$.n. 5 millones de otras divisas de compensación<sup>40</sup>. Todo ello forma un total de m\$.n. 2.318 millones de los cuales

<sup>40</sup> No se incluyen las divisas en poder de los bancos que no habían sido transferidas aún al Banco Central.

hay que deducir m\$.n. 86 millones adeudados al Brasil y pendiente de liquidación de acuerdo con un convenio de pagos. El total neto de oro y divisas se reduce en esta forma a m\$.n. 2.232 millones.

De esta cantidad, m\$.n. 2.010 millones corresponden a las existencias netas de oro y divisas que figuran en los balances del Banco Central. Del resto, m\$.n. 109 millones pertenecen al Fondo de Divisas <sup>41</sup> y m\$.n. 113 millones respaldan una cantidad equivalente de Certificados de Custodia de Oro y Divisas emitidos por el Banco Central para absorber fondos bancarios. Había además en poder de los bancos comerciales m\$.n. 113 millones de divisas de libre disposición y bloqueadas que aún no habían sido transferidas al Banco Central, según indicamos más arriba. Estas cantidades no figuran, por supuesto, en los balances de nuestra Institución.

## 68. EL PROBLEMA DE LAS LIBRAS BLOQUEADAS

En cuanto a las libras bloqueadas, se ha acumulado la cantidad de m\$.n. 295 millones, de los cuales m\$.n. 33 millones están en poder de los bancos comerciales, a pesar de haberse empleado m\$.n. 123 millones en repatriaciones de valores públicos y privados <sup>42</sup>. No obstante que el valor de las libras bloqueadas está debidamente garantizado por el Gobierno británico por una cláusula oro, la magnitud que van tomando las cifras hace aconsejable buscar una solución de este problema, como ya se puso de manifiesto precedentemente. Téngase presente que las libras bloqueadas se adquieren en la misma forma que las divisas li-

<sup>41</sup> Recuérdese de paso cómo funciona el Fondo de Divisas. Se trata de recursos del Gobierno Nacional que se invierten transitoriamente en oro y divisas disminuyendo en cantidad equivalente los fondos creados por el Banco Central. Cuando el Gobierno requiere sus recursos, el Banco vuelve a tomar el oro y las divisas incorporándolos a su balance y acredita el equivalente en las cuentas de aquél.

<sup>42</sup> Estas cifras están calculadas a los tipos reales de cada operación y no son estrictamente comparables.

bres, creándose, pues, fondos en pesos que aumentan la cantidad de medios de pago. Para utilizar estas libras en la repatriación de deuda, hay que deshacer esta operación, o sea devolver al Banco Central para su cancelación los pesos creados contra entrega de las libras. Es por lo tanto esencial que el Tesoro cuente con esos fondos en pesos para adquirir las libras destinadas a comprar los títulos correspondientes en Londres. No es posible en estos momentos obtenerlos mediante la negociación de títulos cuando el mercado local apenas puede satisfacer una parte de los cuantiosos requerimientos del Estado. No hay que pensar en emisiones adicionales de valores para repatriar deuda exterior. Fuera del empréstito, el Tesoro Nacional no tiene otra forma sana para procurarse los recursos que acudir al impuesto, aunque cabe otra alternativa que convendría examinar. En vez de crear pesos contra todas las libras provenientes de nuestras exportaciones a Gran Bretaña, una parte moderada del valor de éstas se pagaría directamente en libras sin su previa transformación en moneda nacional. Estas libras acreditadas a favor de los productores en la proporción que se juzgue conveniente con respecto al valor de los productos que se venden y exportan, serían mantenidas por ellos en depósito o utilizadas en la compra de títulos en libras que el Tesoro Nacional podría convertir en títulos en pesos sujetos en su negociación a las limitaciones impuestas por la capacidad del mercado. Es ésta una simple sugerencia que el Banco cree de su deber señalar por referirse a un asunto monetario que le concierne y que, en todo caso, tendría que ser objeto de detenidos estudios y de las consultas que correspondan no solo en cuanto a su practicabilidad sino también en cuanto a la oportunidad de aplicarla sin perturbar el desarrollo de las actividades productivas. Con ello se conseguiría eliminar parte de las libras del sistema monetario, y disminuir paralelamente la creación de medios de pago.

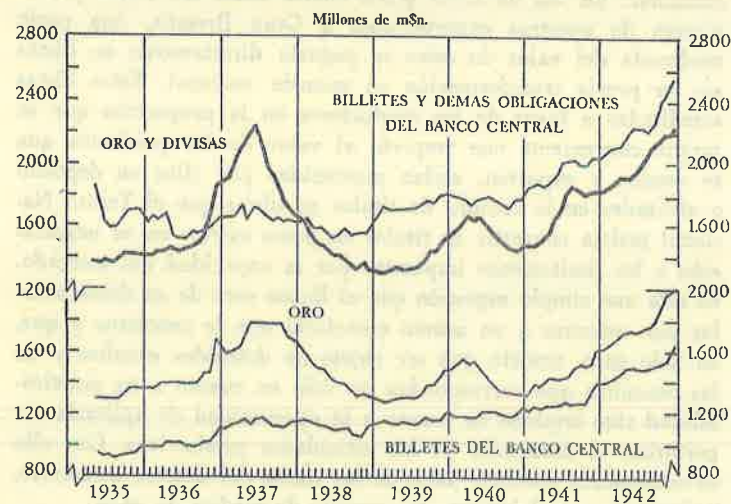
Sería muy lamentable que nuestro país, rehuyendo el esfuerzo que ello comporta necesariamente, dejara pasar esta oportunidad tan favorable para repatriar parte de su deuda exterior, ya se trate de valores públicos o privados.

### 69. EL ORO Y DIVISAS COMO RESPALDO MONETARIO

Conviene ahora examinar las cifras desde otro punto de vista para la mejor interpretación de nuestra posición monetaria. El considerable acrecentamiento de las existencias de oro y divisas se ha traducido en un aumento equivalente de las obligaciones del Banco Central, a saber: de los billetes emitidos, los depósitos de los bancos en sus cuentas de efectivo, los del Gobierno y los depósitos varios de volumen relativamente escaso<sup>48</sup>.

Tomando como punto de partida el comienzo de las ope-

Obligaciones del Banco Central y existencias de oro y divisas



<sup>48</sup> Todos estos depósitos, como es sabido, pueden transformarse en billetes; de ahí que la ley engloba a unos y otros en el concepto genérico de obligaciones para el cálculo de la garantía monetaria.

raciones del Banco Central el 31 de mayo de 1935, las variaciones de estos conceptos al 31 de diciembre de 1942 han sido las siguientes:

#### Respaldo monetario de las obligaciones del Banco Central

(En millones de m\$.n.)

Concepto	Fin de:		Aumento o disminución
	Mayo 1935	Diciembre 1942	
<b>ORIGEN DE LOS FONDOS CREADOS POR EL BANCO CENTRAL</b>			
Oro y Divisas .....	1.371	2.232	861
Oro .....	1.301	1.997	696
Divisas de libre disposición .....	32	54	22
Libras bloqueadas .....		262	262
Otras divisas bloqueadas .....	38	81	119
Otras operaciones del Banco Central .....		51	51
Adelantos al Gobierno Nacional .....		41	41
Variación de los demás rubros .....		10	10

<b>DESTINO DE LOS FONDOS CREADOS POR EL BANCO CENTRAL</b>			
Obligaciones .....	1.870	2.560	690
Billetes .....	967	1.627	660 <sup>1</sup>
Otras obligaciones .....	903	933	30
Fondos absorbidos .....	26	248	222
Fondo de divisas .....	26	109	83
Certificados de Participación y de Custodia .....		139	139

<sup>1</sup> Además de estos m\$.n. 660 millones, la circulación de billetes creció en otros m\$.n. 41 millones por la emisión del importe de los billetes no presentados al canje, dispuesta por la Ley 12.160.

Las existencias de oro y divisas han aumentado en m\$.n. 861 millones, en tanto que los billetes y otras obligaciones subieron en m\$.n. 690 millones, o sea m\$.n. 171 millones menos; y esto a pesar de que a fines de 1942 el Banco Central había creado otros fondos por valor de m\$.n. 51 millones, de los cuales corresponden m\$.n. 41 millones a adelantos al Gobierno. La explicación es sencilla. Parte de las obligaciones así acrecentadas por las compras de oro y divisas y por las operaciones que se acaban de mencionar fueron absorbidas en la siguiente forma: por el Fondo de Divisas, m\$.n. 83 millones, y con Certificados de Cus-

todia y de Bonos Consolidados colocados por el Banco Central en los bancos, m\$. 139 millones, o sea un total de m\$. 222 millones. Debe hacerse notar, sin embargo, que esta cantidad absorbida puede volver a transformarse nuevamente en obligaciones del Banco Central.

El significado de estas cifras no carece de importancia. El crecimiento de los billetes y demás obligaciones del Banco Central está respaldado por el aumento del oro y las divisas. El gráfico anterior es bien ilustrativo. El aumento del oro, a saber m\$. 696 millones, es algo mayor que el de los billetes: m\$. 660 millones. En cuanto a la relación de las existencias de oro y divisas con respecto a los billetes, fue de 137% a fines de 1942, y con respecto al conjunto de las obligaciones del Banco Central, incluidos los fondos absorbidos para mayor rigor del cálculo, alcanzó a 79 %<sup>44</sup>.

## 70. NO HA SIDO NECESARIO EL REDESCUENTO

Los fondos creados por el Banco Central lo han sido, pues, en su casi totalidad contra oro y divisas, según acaba de verse<sup>45</sup>. El Banco Central no ha necesitado por lo tanto hacer uso del instrumento fundamental que la ley le ha concedido para crear billetes, o fondos bancarios convertibles en billetes, contra descuento de documentos. Las operaciones de redescuento efectuadas anteriormente por el Banco, y totalmente liquidadas, han sido más bien de carácter experimental. Antes que crear fondos adicionales para proveer de efectivo a los bancos, el Banco Cen-

<sup>44</sup> Estos porcentajes difieren de los consignados al pie de los balances del Banco, en virtud de que en los cálculos que en ellos se dan no se tienen en cuenta, por un lado, el oro y divisas absorbidos por el Fondo de Divisas y los Certificados de Custodia, ni, por otro, los fondos cancelados por esos conceptos, de acuerdo con lo que dispone el Decreto Reglamentario de la Ley N° 12.155, sobre la forma de computar la proporción de garantía de los billetes y obligaciones.

<sup>45</sup> Los m\$. 41 millones adeudados por el Gobierno Nacional al 31 de diciembre, como los adelantos anteriores, fueron de corta duración, pues al 28 de enero habían sido totalmente cancelados.

tral ha debido persistentemente absorberles disponibilidades para contener la tendencia latente hacia la expansión del crédito cuando los efectivos son abundantes. Así en el gráfico de la página 178 puede observarse cómo el rápido y fuerte incremento de las existencias de oro y divisas en la segunda mitad de 1936 y primera de 1937 apenas se manifestó en un aumento relativamente ligero de los billetes y obligaciones del Banco Central a causa de la intensa absorción de fondos bancarios mediante certificados, que llegó en cierto momento a la cifra máxima de m\$. 654 millones, además de m\$. 207 millones absorbidos por el Fondo de Divisas. Obsérvese también cómo la violenta contracción de las existencias de oro y divisas en la segunda mitad de 1937 y durante el año 1938 tampoco afectó sensiblemente los billetes y obligaciones al devolverse a los bancos gran parte del efectivo anteriormente absorbido.

## 71. LA POLÍTICA DE ABSORCIÓN Y LAS NECESIDADES DEL TESORO

A partir de 1941 las tenencias de oro y divisas vuelven a crecer con una amplitud que recuerda la de 1936 y 1937. Pero contrariamente a lo que ocurrió en aquella primera experiencia, la línea de los billetes y obligaciones se eleva paralelamente. Las condiciones de hecho son distintas e imponen una política también distinta. Ha sobrevenido un elemento nuevo en el cuadro monetario: la necesidad de financiar con crédito bancario aquella parte de los requerimientos fiscales que no pudo ser cubierta con la colocación de valores en el público. En efecto, el Banco de la Nación Argentina, para la compra de las cosechas, y los otros bancos para atender otras necesidades del Tesoro, han debido movilizar activamente sus efectivos. Mientras tanto, según ya se dijo, han mantenido en un nivel prudente sus préstamos al público, o sea la finalidad que perseguía anteriormente la política de absorción de fondos.

El correctivo de la situación que se nos plantea ahora no

debe buscarse tanto en la política monetaria como en la política financiera. Se debe obrar primeramente en este sentido, para que la política monetaria pueda aplicarse con positiva eficacia. El Banco Central se encuentra ahora en mejores condiciones técnicas que antes para desarrollar su política de absorción. Como se explicó anteriormente los certificados emitidos hasta ahora por el Banco Central permitían absorber y cancelar fondos bancarios y prevenir así una inmoderada expansión del crédito; pero solo podían colocarse en los bancos. No era posible, por lo tanto, intervenir con estos papeles en el público para reducir, en caso necesario, el volumen de medios de pago, esto es, la cantidad de poder de compra a su disposición, cancelando simultáneamente los correspondientes fondos bancarios. Para ello era indispensable formar un mercado de papeles a corto plazo, los cuales se negociaban exclusivamente entre los bancos en tiempos anteriores. Ese mercado está en desarrollo y el Banco Central se encuentra en condiciones de acudir a él en cualquier momento para colocar sus papeles de absorción. Con este designio ha obtenido del Poder Ejecutivo la modificación del artículo 23 del Decreto Reglamentario de su Ley Orgánica, que limitaba a los bancos la colocación de los Certificados de Participación en los Bonos Consolidados del Tesoro Nacional.

Sin embargo, la iniciación de esta política requiere elegir el momento oportuno. Para contener la expansión del crédito bancario —aparte de las impostergables medidas financieras que ataquen directamente el desequilibrio— es muy conveniente que el Tesoro Público acuda al mercado de valores en la mayor medida compatible con su estabilidad. Hay fondos invertibles que por su naturaleza prefieren colocarse en papeles de plazo corto o intermedio en vez de títulos a largo plazo. Removida en la última Ley de Presupuesto la limitación que impedía colocar todas las Letras de Tesorería que el mercado solicitaba, y habiéndose resuelto ofrecer al público Bonos del Tesoro a plazos intermedios, será posible satisfacer ampliamente los requerimientos del mercado financiero, dándole la elasticidad que le faltaba. Cuanto más intensa sea la colocación de estos papeles en el público,

tanto menor será la necesidad del Tesoro de acudir al crédito bancario. De ahí la importancia monetaria a la vez que financiera de estas operaciones. Se comprenderá por ello que el Banco Central, no obstante la autorización que se le ha conferido, haya juzgado conveniente dar preferencia a estas operaciones antes que a las de sus propios papeles de absorción. De otro modo el Tesoro tendría que usar más crédito bancario, con lo cual se continuaría expandiendo el poder de compra, en la medida en que la colocación en el público de los papeles del Banco Central impidiera la de una cantidad equivalente de valores del Gobierno. La absorción de medios de pago se vería pues neutralizada de inmediato por una nueva expansión.

## 72. HOLGADA SITUACION DE LOS BANCOS

Los peligros de la expansión crediticia, como se ha manifestado en otro lugar, radican en sus efectos sobre el nivel de los precios y a través de ellos en sus consecuencias perturbadoras sobre todo el funcionamiento de la economía y la vida social. Pero no han afectado al sistema bancario, que ofrece aún considerables posibilidades de dilatación sin trastornos para los establecimientos de crédito. Sus efectivos son abundantes, y muy satisfactorio el grado de liquidez. De los sensibles quebrantos que existían en 1935 por un estado de cosas que viniendo de mucho tiempo atrás se había agravado con la depresión mundial, lo que no se eliminó del sistema bancario con las grandes operaciones de saneamiento de aquel año ha sido gradualmente amortizado en los años subsiguientes. Esto ha sido posible por los satisfactorios beneficios de la explotación bancaria. A pesar de esos beneficios, el Banco Central ha recomendado de continuo la moderación en los dividendos a fin de reforzar cada vez más las reservas. Estas, no obstante las amortizaciones de quebrantos, llegan hoy a m\$.n. 146 millones contra m\$.n. 88 millones a fines de 1935.

Esa capacidad expansiva del sistema bancario, que ha de tratar de contenerse en las circunstancias presentes, se debe en

síntesis a que una parte sustancial de los fondos creados por el Banco Central contra oro y divisas, llevada por la corriente circulatoria, ha ido a engrosar el efectivo de los bancos. Entre fines de 1939 y fines de 1942, dichos fondos creados por el Banco Central se acrecentaron en m\$. 758 millones<sup>46</sup> en forma de billetes y otras obligaciones. Y de este incremento, algo más de la mitad fue a aumentar la circulación de billetes en manos del público; el resto fue por completo a reforzar en forma de billetes y de depósitos de los bancos en el Banco Central los efectivos del sistema bancario.

El efectivo total de los bancos en los últimos tres años considerados sube en esta forma en m\$. 383 millones<sup>47</sup>, no obstante la expansión del crédito, y llega a fines de 1942 a m\$. 1.111 millones o sea el 21 % del conjunto de los depósitos de dichos bancos, es decir prácticamente el doble del efectivo mínimo legalmente requerido. Esto sin incluir los m\$. 139 millones de certificados del Banco Central con que también contaban los bancos en sus cajas.

### 73. EL BANCO DE LA NACIÓN Y LA FINANCIACION DE LAS COSECHAS

Donde el hecho adquiere su mayor significado es en las cuentas del Banco de la Nación Argentina, que ha cargado casi exclusivamente con la vasta operación de financiar las compras de cosechas. Tres años atrás, solo se habían usado m\$. 277 millones con este propósito, al terminar el año 1942 la deuda llegaba a m\$. 956 millones<sup>48</sup>. Y el efectivo de aquella Institución, lejos de disminuir, aumentó durante ese período en m\$. 159 millones, de

<sup>46</sup> Excluidos m\$. 10 millones de fondos absorbidos y m\$. 41 millones por la emisión de los billetes no presentados al canje dispuesto por la Ley N° 12.160.

<sup>47</sup> Incluidos m\$. 14 millones de otros depósitos en el Banco Central que pasaron a las cuentas de efectivo de los bancos.

<sup>48</sup> La deuda total del Gobierno a los bancos por financiación de cosechas alcanzaba en esa fecha a m\$. 1.006 millones.

los cuales m\$. 32 millones corresponden a liquidación de certificados del Banco Central.

Se explica así que esta importantísima colaboración prestada por el Banco de la Nación a la economía nacional haya podido hacerse prácticamente con sus propios recursos tanto con los que se encontraban anteriormente en sus efectivos como con los que retornaron una vez cumplida su función circulatoria, sin que en momento alguno se haya presentado la necesidad de acudir al instrumento legal del redescuento.

No obstante esta holgada situación de caja, la magnitud e índole de las operaciones de financiación de las cosechas aconsejaba transformar los simples anticipos en que consistía en una deuda documentada y movilizable y sujeta a un régimen efectivo de amortización. Así lo entendió el Poder Ejecutivo al entregar primero al Banco de la Nación en diciembre de 1941, y en la medida en que lo permitían las autorizaciones legales existentes, la cantidad de m\$. 250 millones de Bonos del Tesoro de uno a cinco años, de los cuales ya se amortizó la primera cuota de m\$. 50 millones al cumplirse el primer año; y al obtener del Honorable Congreso la ley necesaria para arreglar el resto de la deuda. En virtud de ella se entregaron al Banco de la Nación m\$. 750 millones de títulos de 2,75 % de interés; su amortización es de 5 % anual acumulativa y permitirá cancelarlos regularmente en 16 años sin perjuicio de que las amortizaciones extraordinarias previstas por la ley alivien el peso de esta deuda, en especial cuando al normalizarse la situación puedan liquidarse las existencias de grano en poder de la Junta Reguladora. Estas existencias tienen, a los precios de costo, un valor aproximado de m\$. 520 millones. Y como al 31 de diciembre de 1942, teniendo en cuenta las operaciones pendientes de liquidación, la inversión neta alcanza a m\$. 950 millones<sup>49</sup>, el importe de las pérdidas por diferencias de precio o deterioros llega así a unos

<sup>49</sup> Para llegar a la inversión efectiva de fondos que, como ya se dijo, era de m\$. 1.006 millones en esa misma fecha, debe agregarse a la inversión neta la diferencia entre los importes a pagar y a cobrar por operaciones realizadas y pendientes de liquidación al 31 de diciembre.

m\$.n. 430 millones. Esta pérdida para el Tesoro, cubierta totalmente con los títulos entregados al Banco de la Nación, se irá amortizando según lo dispone la ley, con beneficios de cambio y con los fondos que arroje la liquidación del Instituto Movilizador; estos últimos podrían calcularse hoy en unos m\$.n. 200 a m\$.n. 250 millones.

En caso de que el Banco de la Nación negocie en la plaza los títulos que ha recibido recientemente, el Tesoro Nacional está obligado a pagarle la diferencia entre el valor nominal a que fueron recibidos y el precio real de colocación. Dados los efectivos de dicha Institución y el compromiso contraído por el Gobierno de obtener fuera de ella los fondos requeridos para la financiación de las cosechas de este año, en la medida en que el Banco no juzgara conveniente hacerlo, no es previsible que estos títulos vayan a salir al mercado en un futuro cercano en competencia con los papeles que el Tesoro Nacional necesita colocar.

#### 74. LA EMISION DE BILLETES CONTRA TITULOS

Los títulos entregados al Banco de la Nación también pueden ser vendidos al Banco Central o caucionados en él, hasta la cantidad de m\$.n. 400 millones, en las condiciones que ambos convengan. La ley ha dado, pues, a la Institución reguladora una nueva facultad que le permitirá emitir billetes hasta tal suma con la garantía de los títulos mencionados.

Basta señalar este punto, que no por corresponder a una situación de emergencia deja de entrañar una modificación fundamental en el régimen de la emisión de billetes del Banco Central, para justificar la necesidad de proceder en esta materia con extrema moderación. La firmeza de propósitos en tal sentido ha de contribuir a disipar muy explicables preocupaciones. La posición del Poder Ejecutivo es bien definida, según se desprende de la nota que el 11 de enero pasado envió el señor Ministro de Hacienda al Banco Central al comunicarle el Decreto Reglamentario de la ley respectiva. Corresponde transcribir íntegramente su texto,

pues el Banco Central propone a la Asamblea Extraordinaria de Bancos Accionistas tomar los conceptos allí expresados como base de la autorización que se le solicita. He aquí el texto:

“En la ley recientemente dictada para arreglar la deuda del Estado al Banco de la Nación Argentina proveniente de las compras de cosechas, se faculta al Banco Central de la República Argentina para adquirir o caucionar, hasta la cantidad de m\$.n. 400 millones, los títulos que se entregan en pago a aquella Institución.”

“No se establece limitación alguna en el uso de esa facultad dentro de la cifra referida. El proyecto del P. E. prescribía que los títulos solo podrían ser adquiridos por el Banco Central para proveer de efectivo a los bancos en caso de retiros de depósitos. No creo, sin embargo, que dentro del régimen orgánico del Banco Central sea necesario usar de esa facultad con otro propósito que el de hacer frente a la referida eventualidad de los bancos. Es más, en las circunstancias presentes, usar de tal facultad con fines distintos significaría agravar el proceso de expansión crediticia acerca de cuyos peligros la última Memoria de esa Institución ha manifestado conceptos que comparto totalmente.”

“Estoy persuadido por ello de que al establecerse en los convenios que la Ley prevé las condiciones en las cuales el Banco Central adquirirá o caucionará los títulos en cuestión, ha de llegarse a una fórmula satisfactoria que, sin incurrir en extremos de rigidez que impidan hacer frente a imprevisibles situaciones de emergencia, deje claramente sentado que los bancos adquirentes de los títulos deben seguir efectuando sus préstamos sobre la base de sus actuales recursos y de los que afluían a ellos en el curso de sus operaciones normales, sin considerar en ningún momento que dichos títulos constituyen el instrumento que les proveerá de recursos adicionales para aumentar sus créditos. Esto no impide ciertamente que, al determinarse aquellas condiciones, el Banco Central no pueda reservarse la apreciación de las circunstancias en las cuales se justifique adquirir o caucionar los títulos para proveer a los bancos de esos recursos adicionales, si se presentara el caso excepcional en que fueran insuficientes los recursos existentes en el sistema bancario o no pudiera aplicarse

con la debida eficacia el resorte del redescuento que la ley ha puesto en manos del Banco Central como elemento primario de regulación monetaria.”

“He juzgado conveniente fijar con claridad estos conceptos que se inspiran en preocupaciones análogas a las que hoy tiene el Banco Central frente a la situación monetaria, dado que este asunto —en virtud de lo dispuesto por el artículo 54 de la Ley 12.155— tendrá que ser considerado por una Asamblea Extraordinaria de Bancos Accionistas cuya autorización previa es esencial para que el Banco pueda hacer uso de las facultades que se le confieren. Como antecedente inmediato, ha de interesar también a la Asamblea recordar las consideraciones que con respecto a las funciones de regulación monetaria del Banco Central formuló el P. E. al referirse al proyecto que se transformó en Ley: “La adquisición o caución de las obligaciones por el Banco Central no sería automática, ni tampoco podría serlo sin grave detrimento para la seguridad del sistema monetario puesto bajo su control. Es este un punto fundamental que el P. E. debe destacar muy especialmente, pues el apartarse de él significaría dislocar seriamente la organización creada en 1935. Ni el redescuento, por excelente que sea la calidad de los documentos, ni la compra o caución de valores, deben ser funciones mecánicas que se han de atender a sola presentación de los papeles pertinentes. Es indispensable reservar al Banco la facultad de realizar o no esas operaciones según sean las condiciones del mercado monetario y financiero y los requerimientos de fondos de la actividad económica.”

“La ley aprobada se inspira en estos conceptos y las dudas que la redacción de algunas modificaciones pudo haber suscitado quedaron disipadas por expresa intervención mía. Al discutirse, en efecto, en la Cámara de Diputados el despacho de la Comisión de Presupuesto y Hacienda relativo a ese proyecto, el Diputado Guido propuso la redacción del artículo 5º que en definitiva se aprobó. En virtud de prestarse a confusión algunos de los términos de esa nueva redacción y de no hacerse en ella referencia al retiro de depósitos, el Ministro que suscribe creyó oportuno aclarar que si la interpretación auténtica del texto era considerar que la pala-

bra “comprometerá” no implicaba el carácter de redescuento automático, no tenía observación que formular al artículo. A renglón seguido el Diputado Guido prestó su conformidad, con el asentimiento inmediato de la Cámara.”

Es tanto más oportuno destacar estas directivas fundamentales cuanto que la gran potencia de nuestra primera institución de crédito incita frecuentemente a recargarla con nuevas operaciones especiales que vienen a agregarse inconvenientemente a la pesada tarea de financiar las cosechas. La prudente gestión del Banco de la Nación y el serio concepto que tiene el Banco Central de sus responsabilidades monetarias han de contribuir a desvanecer el temor de que pueda acudir a la emisión de billetes contra títulos para facilitar la realización de dichas operaciones.

## 75. INTERVENCION DEL BANCO CENTRAL EN LA BOLSA

No es que la creación de fondos contra títulos sea en sí un peligro, especialmente cuando guarda una adecuada relación con las reservas monetarias y no está destinada a alimentar la expansión del crédito, sino a hacer frente a situaciones de emergencia en que se requiere dar fondos líquidos al mercado para evitar una tensión peligrosa. En tales circunstancias la mera posibilidad de crear esos fondos suele ser suficiente para prevenir o aliviar esa tensión. Es el caso del retiro de depósitos a que se refiere en su nota el señor Ministro de Hacienda o el de una situación de extrema presión bursátil. Los factores de índole psicológica que provocan semejantes situaciones pueden prevenirse por una oportuna intervención de la Institución emisora mediante la caución o compra de títulos. A este respecto, es de esperar que a la sanción del proyecto que arregla la deuda con el Banco de la Nación se agregue este año la del otro proyecto bancario sometido por el Poder Ejecutivo al H. Congreso por el cual se autoriza al Banco Central a comprar valores nacionales en la plaza para conjurar los peligros de eventuales trastornos bursátiles. El sistema ban-

cario, con los amplios recursos con que cuenta, está preparado para hacer frente a situaciones semejantes. Pero el disponer de la facultad de comprar títulos dentro de una cantidad adecuada daría a la intervención del Banco Central toda la gravitación psicológica necesaria para obrar con pronto éxito en momentos de perturbación.

Ya se ha explicado también que una atribución de esta índole no debiera emplearse ni para allegar recursos fáciles al Tesoro ni para contrariar artificialmente las tendencias fundamentales del movimiento bursátil determinadas, como en otros mercados, por la acción de la oferta y la demanda. Es oportuno recordar que las intervenciones de esta naturaleza del Banco Central en la Bolsa han tenido siempre carácter transitorio<sup>50</sup>. Las compras de valores han sido fuertes en los momentos críticos, pero terminaron totalmente al tranquilizarse el mercado; luego siguieron las ventas graduales de los mismos títulos, sin que el Tesoro ni el Banco Central quedasen con cantidad alguna de ellos. Todas las tenencias de títulos del Banco Central son el resultado de la acumulación de las reservas constituidas con sus propios beneficios. Esta explicación de los fines y alcances de la intervención en la Bolsa ha de contribuir a disipar la suposición de que en virtud de la acción reguladora del Banco Central las co-

<sup>50</sup> En la primera de esas intervenciones, que se produjo al iniciarse la guerra, el Banco Central compró m\$.n. 38 millones de títulos entre mediados de agosto y principios de setiembre. Comenzó a venderlos a mediados de este mes y terminó su colocación en la Bolsa y mediante ventas directas a reparticiones públicas en los últimos días de noviembre del año 1939. Con la invasión de los Países Bajos y la caída de Francia se produjo un movimiento similar. Esta vez el período de compras iniciado a fines de abril de 1940 duró cerca de dos meses y medio, lo que no es de extrañar si se recuerda la serie de acontecimientos exteriores excepcionales que se produjeron en ese lapso, y las adquisiciones sumaron m\$.n. 77 millones. Las ventas comenzaron a principios de setiembre y terminaron tres meses después, en noviembre. Finalmente, la última intervención ocurrió a fines de 1941 cuando los Estados Unidos entraron en la guerra. Se acentuaron entonces considerablemente las compras realizadas a raíz de la conversión, y el Banco Central debió adquirir en total hasta fines de diciembre m\$.n. 93 millones de títulos que a fines de abril de 1942 había logrado vender nuevamente en el mercado. En estas operaciones no han tenido intervención alguna los bancos particulares, cuyas adquisiciones de títulos del Gobierno, tanto en este caso como en cualquier otra oportunidad, están determinadas exclusivamente por sus propias conveniencias.

tizaciones de los valores nacionales no están expuestas como las de otros valores a la eventualidad de un descenso natural. El Banco sólo se propone evitar bruscas fluctuaciones provocadas por graves trastornos psicológicos, y conjurar liquidaciones desastrosas, pero sin evitar que la plaza tome el nivel que corresponda según las condiciones de fondo que prevalecen, distintas, desde luego, de esos factores psicológicos que suelen ser de breve duración. Está en el interés de todos los emisores, por otro lado, que cuando la capacidad de absorción del mercado pueda debilitarse las emisiones se realicen con la moderación indispensable para no resentirlo inconvenientemente. Es en esas circunstancias cuando la influencia de la Comisión de Valores no dejará de hacerse sentir, como en pasadas oportunidades, con indudables beneficios para todo el mercado financiero.

## 76. DIVERSIFICACION DE LOS PAPELES DEL TESORO

Estas consideraciones, unidas a lo que se dijo ya en otro lugar, señalan la conveniencia de diversificar los papeles que coloca el Tesoro Público en cuanto a su duración, según se indicó más arriba. Los papeles de más corto plazo, como es lógico, están menos expuestos a las oscilaciones en los tipos de interés: por ejemplo, a un descenso de m\$.n. 3 en un papel de 4 % y 25 años de duración sólo corresponde, matemáticamente, una baja de m\$.n. 0,40 en Bonos del Tesoro de uno a cinco años y 2,75 % de interés. La existencia de estos papeles intermedios permitirá que los fondos de inversión relativamente transitoria puedan colocarse en estos papeles dejando los títulos para las inversiones largas, como ocurre en las plazas financieras bien organizadas. El desarrollo de este tipo de operaciones podrá contribuir así a la mayor estabilidad del mercado.

## ALGUNOS PROBLEMAS DE LA POSGUERRA

77. HAY QUE EVITAR VIOLENTAS CONTRACCIONES
78. NO SON INCOMPATIBLES LA INDUSTRIA Y LAS IMPORTACIONES
79. UTILIZACION RACIONAL DE LAS DIVISAS
80. FUTURO DE LAS EXPORTACIONES
81. EL PROBLEMA DE ATENUAR LAS FLUCTUACIONES ECONOMICAS
82. ES OPORTUNO PLANTEAR ESTOS PROBLEMAS

## 77. HAY QUE EVITAR VIOLENTAS CONTRACCIONES

Es necesario ir preparando el terreno para afrontar sin zozobras los problemas que pueda traernos en estas materias la terminación de la guerra. La creencia de que ciertas situaciones solo han de tener un desenlace violento, si bien se apoya en más de una comprobación pasada, resulta injustificada cuando con ello se quiere implicar que los acontecimientos futuros deben sobrevenir necesariamente con drásticas consecuencias. El pánico y la liquidación han podido prevenirse totalmente en la Bolsa y en los bancos al estallar la guerra, y el considerable esfuerzo financiero impuesto al país por esta emergencia ha podido realizarse sin trastornos funcionales. No hay razones fundadas para suponer que en el posible contragolpe de la posguerra el país haya de perder el control de sus movimientos dejándose llevar a la deriva de los acontecimientos. Nuestro sistema bancario y financiero dispone de los resortes fundamentales para volver a sobrellevar difíciles situaciones bursátiles y para hacer frente a una eventual salida de fondos llegados al país en busca de un transitorio refugio: las reservas monetarias alcanzan a cifras de consideración, según se ha visto en otro lugar, y de ellas podrá tomarse, en caso necesario, lo que sea razonable para que esos fondos puedan salir gradualmente en forma tal que se eviten resultados perjudiciales. Plantéase también la posibilidad de una reacción de carácter deflacionista que provoque la contracción del crédito bancario con la consiguiente liquidación desastrosa de los negocios. Pero, precisamente, una de las razones primordiales que se han tenido para

la creación del Banco Central a sido prevenir estas bruscas restricciones que afectan en general a todas las actividades por la estrecha interdependencia que existe entre los distintos sectores de la economía. Ello sin perjuicio de la liquidación ordenada de todo lo que no tenga la necesaria consistencia económica, lo cual puede efectuarse cautelosamente sin sacudimientos contraproducentes en la estructura del crédito.

Al formular estas consideraciones, muy lejos está el Banco Central de pretender disminuir la seriedad de los problemas que puedan sobrevenir en la posguerra y de estimar ligeramente las graves responsabilidades que le conciernen. Por lo contrario, presentando en la forma más objetiva el curso de los acontecimientos, se ha subrayado con insistencia la necesidad impostergable de ciertas medidas, unas de continencia, otras de previsión y fortalecimiento, que permitirían al país afrontar los trastornos que pueda traernos la terminación del conflicto.

## 78. NO SON INCOMPATIBLES LA INDUSTRIA Y LAS IMPORTACIONES

Lo que acaba de sugerirse acerca de la política de crédito después de la guerra tiene particular conexión con el desarrollo industrial. La tranquila actitud de los bancos será un elemento fundamental de estabilidad. Pero esto concierne a un solo aspecto del problema, subordinado en realidad a otro de carácter decisivo. El país se encontrará con que una parte importante del consumo de su población y de lo que requiere para su actividad económica se obtiene por el esfuerzo de su propia industria. Si las importaciones vuelven a tomar su curso habitual y a tener la misma composición que antes, la industria primero y la economía del país en seguida podrán verse arrastradas a una seria depresión que malogre el esfuerzo de los últimos años. El conjurarlo a tiempo depende de la propia decisión del país. No hay por qué seguir importando lo mismo que antes si ahora se produce razonablemente aquí. Pero sí tendremos que importar ingentes cantidades de

otros artículos, no solo porque los necesitamos, sino también por ser indispensable seguir importando para seguir exportando. Por lo tanto, el problema no consiste en reducir las importaciones, sino en cambiar su composición, o en otros términos, en reestructurar las importaciones en forma tal que, sin menoscabo de su industria, el país pueda importar lo mucho que no produce y necesita, y con tanta amplitud como lo permitan sus exportaciones.

Lejos, pues de ser incompatible nuestro desarrollo industrial con el comercio exterior, ambos podrían complementarse a fin de lograr el máximo de provecho para la economía nacional y asegurar las condiciones propicias para su más intenso desarrollo demográfico por la inmigración y el crecimiento vegetativo de sus habitantes.

Es éste un simple enunciado, un mero criterio para abordar el estudio del problema, y no una fórmula concreta. Antes hay que examinar cuidadosamente los hechos para discernir lo bueno de lo endeble, de lo inconsistente o lo excesivamente gravoso y preparar a tiempo el terreno para que el reajuste se efectúe sin conmociones. En el mercado interno, aflojada la tensión actual, no tardará en restablecerse plenamente el juego de una competencia saludable en que tendrán que prevalecer los establecimientos más eficientes, los de mayor prudencia, los que en estos tiempos de bonanza han sabido sanear sus balances y constituir previsoras reservas.

## 79. UTILIZACION RACIONAL DE LAS DIVISAS

Desde otro punto de vista, se trata de un problema de mejor aprovechamiento de las divisas provenientes de nuestras exportaciones: no teniéndose que importar la misma proporción que antes de artículos elaborados o de los materiales que hoy produce la actividad nacional, se podrá destinar mayor proporción de divisas a la importación de los bienes de capital que requiere el desenvolvimiento de la industria, de las comunicaciones y de la actividad económica en general, tanto por su crecimiento orgánico como para reponer lo que exija el intenso desgaste a que está

sometido actualmente el aparato de la producción y los transportes: material ferroviario y de transportes urbanos, automotores, en los que se habrá llegado a un bajísimo coeficiente, material de aviación comercial, máquinas e instrumentos para la industria y la agricultura y otros materiales indispensables para el desarrollo y seguridad del país. Todo ello sin contar el valor considerable de los materiales básicos y esenciales que necesitamos importar —según se ha visto insistentemente en esta emergencia— cuya producción local, en los casos en que sea posible, será de gradual desarrollo; y el valor no menos considerable de artículos elaborados de consumo directo que el país no fabrica, así de los que ya existían al comienzo de la guerra como de los que van surgiendo del asombroso desenvolvimiento de la técnica productiva en los grandes países beligerantes.

Hay en todo esto otro punto de innegable importancia. Cuanto mayor sea la proporción de nuestras divisas que se dedique a la importación de esos bienes de capital o capitales concretos recién mencionados, tanto menor será la necesidad que tenga el país de tomar divisas adicionales en préstamo o acudir a la inversión de capitales foráneos para promover el mayor desenvolvimiento de su economía. Gran parte de las inversiones extranjeras en nuestro país ha tomado en última instancia la forma de importación de bienes de capital. El destinar a éstos una parte creciente de nuestras propias divisas mientras se expande la producción local de otros artículos, nos permitirá lograr los mismos resultados con un considerable fortalecimiento de la economía nacional.

## 80. FUTURO DE LAS EXPORTACIONES

En la amplitud o el ritmo con que ello pueda realizarse influirá naturalmente el curso de nuestras exportaciones, según continúen en la misma línea estacionaria de los últimos quince años o emprendan el vigoroso ascenso de otros tiempos si se vuelven a abrir liberalmente los mercados mundiales para la produc-

ción agropecuaria argentina, sea para los mismos productos que antes, sea para otros productos que la demanda internacional requiera.

No podríamos dejar de señalar aquí, por las proyecciones que ello tiene, el desarrollo de nuestro comercio con países vecinos y otros países de este continente con los cuales manteníamos antes un intercambio exiguo. Adquirimos hoy en esos países ciertas materias primas y productos elaborados que antes comprábamos en otros, y a la vez les enviamos artículos que ellos necesitan esencialmente. El caudal de este intercambio, ya importante, es susceptible de mayor ampliación, dado el desarrollo de la capacidad productiva que se está operando en algunos de ellos y en nuestro país. Se justifica, pues el dedicar sostenida atención a este asunto por las ventajas de distinto orden que trae consigo esta mayor vinculación continental.

## 1. EL PROBLEMA DE ATENUAR LAS FLUCTUACIONES ECONÓMICAS

La mejor utilización de las divisas tiene además otro significado en un país cuyas exportaciones están sujetas a fluctuaciones continuas y muy pronunciadas. De producirse en el país la mayor parte de los artículos elaborados que requiere el consumo y la actividad corriente, nuestras importaciones en épocas de penuria de divisas como las que el país ha conocido podrían en gran parte limitarse a los materiales esenciales para el funcionamiento de la industria y de la actividad económica, según hoy sucede por otras razones. Los tiempos de holgura, de abundancia de cambio, podrían aprovecharse para importar los capitales concretos a que se hizo referencia y todo aquello que por no ser indispensable no pudiera traerse del exterior en tiempos de escasez de divisas. Hay que aprovechar las enseñanzas derivadas de la presente emergencia, tanto en materia de importaciones como en lo que toca a las posibilidades que ofrece la política monetaria y financiera para lograr progresivamente que el país pueda mantener un ritmo

intenso en su actividad económica con mínima repercusión de las fluctuaciones exteriores.

## 82. ES OPORTUNO PLANTEAR ESTOS PROBLEMAS

Tan de cerca conciernen estos problemas al Banco Central por su relación con el balance de pagos, los cambios y el crédito, que no ha de juzgarse fuera de lugar el mencionarlos en esta Memoria. Y si los conceptos anotados no tienen otra virtud que plantear desde ahora asuntos de tanta importancia, a los que el país tendrá que hacer frente una vez terminado el conflicto, y provocar su discusión, habrán cumplido sobradamente el fin que persiguen.

También se ha querido en estas páginas expresar la convicción de que si se procede juiciosamente en estos tiempos de emergencia y el país se esfuerza, con actos deliberados de energía y previsión, en afrontar situaciones que no se resuelven espontáneamente, se encontrará luego en condiciones tanto más favorables para influir sobre su economía interna y participar en la reconstrucción de la economía internacional con hondo y auténtico sentido de las conveniencias nacionales.

## EXITO EN SORTEAR LAS DIFICULTADES PROVOCADAS POR EL CONFLICTO BELICO <sup>51</sup>

- 83. ENFOQUES GENERALES
- 84. LA EXPANSION INDUSTRIAL Y EL VALOR GLOBAL DE LA PRODUCCION
- 85. EL SALDO FAVORABLE DEL COMERCIO EXTERIOR HA SIDO MUY ELEVADO
- 86. LA EXPANSION DE LOS MEDIOS DE PAGO
- 87. LOS MEDIOS DE PAGO Y LOS PRECIOS INTERNOS
- 88. HA HABIDO ESTERILIZACION DE MEDIOS DE PAGO
- 89. LA POLITICA DE ABSORCION DE FONDOS DEL PUBLICO
- 90. FACTORES QUE HAN DEJADO DE INFLUIR EN EL PODER DE COMPRA
- 91. DEBE SEGUIRSE UNA PRUDENTE POLITICA DE CREDITO
- 92. NUEVOS INSTRUMENTOS DE REGULACION DEL CREDITO
- 93. LA COMPRA DE LAS OBLIGACIONES DE LA LEY N° 12.817
- 94. LOS PROBLEMAS DE POSGUERRA

<sup>51</sup> Memoria anual, 1943, págs. 1-19.

### 83. ENFOQUES GENERALES

Ha transcurrido un nuevo año de intensa actividad económica durante el cual el país ha seguido sorteando con éxito las dificultades provocadas por el conflicto bélico. La industria nacional ha podido llenar en buena parte el vacío dejado por la escasez de productos manufacturados extranjeros, realizando un gran esfuerzo para recuperar materias primas que no llegan ya a nuestros puertos. Y, además, ha contribuido en cierta medida a satisfacer necesidades de otros países americanos que habían visto, al igual que la Argentina, reducirse los envíos de mercaderías de sus proveedores habituales.

Las exportaciones alcanzaron así un valor muy elevado, en cuya formación los productos agropecuarios tradicionales van cediendo lugar a los artículos elaborados. Y como las importaciones han continuado contrayéndose, pese a la favorable disposición para adquirir en el exterior mercaderías esenciales al país, el intercambio ha dejado un saldo positivo de gran magnitud, que determina un crecimiento importante en las tenencias de oro y divisas y, a la vez, en los medios de pago.

La abundancia de disponibilidades, que se refleja en el movimiento bursátil, ha permitido al Tesoro Nacional colocar crecidas sumas de valores directamente en el público y cubrir las necesidades fiscales sin acudir al crédito bancario.

Esterilizada transitoriamente gran parte de los nuevos medios de pago, la incidencia de su expansión sobre los precios y el costo de la vida solo se manifestó en forma moderada. Ello

no impidió, por cierto, que el aumento de circulante haya sido motivo de preocupación. Para descartar uno de los factores de perturbación monetaria, el Ministerio de Hacienda resolvió establecer un control sobre el movimiento de capitales y evitar el ingreso de fondos flotantes del exterior. El Banco Central, por su lado, vendió a los bancos una suma considerable de Certificados con el propósito de permitirles colocar una proporción importante del aumento de sus disponibilidades y facilitarles con ello la aplicación de la prudente política que les ha recomendado seguir, y hacia fines del año inició la colocación de sus papeles en el público para absorber medios de pago ya creados.

La expansión del medio circulante ha de mantenerse si subsisten las condiciones que prevalecieron durante 1943. Frente a este proceso, el Banco Central ha de proseguir la absorción de fondos del público y ha de asegurar que la regulación del crédito pueda llevarse a cabo perfeccionando los instrumentos existentes, sin perjuicio de las medidas que, tras la observación atenta de los efectos originados por el crecimiento de los medios de pago, resulte conveniente adoptar a fin de prevenir consecuencias perjudiciales para nuestra economía.

La prolongación del conflicto bélico, así como su terminación, ha de suscitar otros problemas que esbozaremos en las páginas siguientes en cuanto se vinculan a cuestiones que interesan tan directamente al Banco como el balance de pagos, los cambios y el crédito. El país se ha ido preparando para resolver difíciles problemas, y sabrá afrontar con capacidad y energía los que le depare el porvenir, inspirándose en los auténticos intereses nacionales.

#### 84. LA EXPANSION INDUSTRIAL Y EL VALOR GLOBAL DE LA PRODUCCION

El volumen de la producción industrial ha experimentado un nuevo aumento en 1943. El índice del número de obreros ocupados —que con algunas reservas puede aceptarse como representa-

tivo de la actividad industrial— creció en 1,7%, mientras que en 1942 su aumento fue de 6 % y en 1941 de 5 %.

Por supuesto que el desarrollo no ha sido parejo en los distintos sectores de la industria. En la mayoría de los renglones la producción se ha expandido para llenar, dentro de lo posible, los claros dejados por la importación en nuestro país y las necesidades provocadas por causas análogas en algunas naciones extranjeras. En las pocas ramas en que se ha contraído la actividad, la escasez de materias primas ha sido el factor principal del descenso.

Para lograr esos resultados el equipo mecánico existente fue objeto de intensa utilización, y su desgaste no ha podido compensarse con la renovación de maquinarias que se opera en épocas normales. La circunstancia de que el país esté consumiendo sin reposición parte de sus bienes de capital determina una acumulación en la demanda de esos bienes que deberá satisfacerse con importaciones tan pronto como las circunstancias lo permitan.

En valor, la producción industrial creció aproximadamente en 10% con respecto a 1942, según estimaciones conjeturales, nue-

Estimación conjetural del valor de la producción

Año	Valores globales de la producción				Valores netos creados por la producción	
	Agropecuaria			Industrial	Agropecuaria <sup>1</sup>	Industrial <sup>2</sup>
	Agrícola	Ganadera	Total			
(En millones de mfn.)						
1935	1.850	1.050	2.900	3.330	2.150	1.300
1937	2.300	1.350	3.650	4.475	2.850	1.550
1939	1.800	1.300	3.100	4.830	2.400	1.750
1940	1.550	1.350	2.900	5.050	2.200	1.850
1941	1.800	1.550	3.350	6.100	2.500	2.100
1942	1.750	1.750	3.500	7.000	2.700	2.650
1943	1.600	1.750	3.350	7.800	2.600	2.700

<sup>1</sup> Valor global en el lugar de producción menos el valor de los materiales consumidos en el proceso de producción.  
<sup>2</sup> Valor de los productos elaborados menos costo de las materias primas, envases, combustibles y energía eléctrica comprada.

vo aumento que compensó con exceso el descenso que a raíz de la pérdida casi total de la cosecha de maíz se registró en la producción agrícola. Y como la ganadería se mantuvo prácticamente en el nivel de 1942, el valor de la producción del país, considerada en su conjunto, superó ligeramente en 1943 las cifras del año anterior, como puede verse en el cuadro anterior.

Para comparar el esfuerzo productivo realizado por las distintas actividades, debe deducirse del valor total el costo de los materiales y combustibles consumidos en el proceso productivo. Del cotejo de estos valores netos resulta que el valor creado en 1943 por la industria fue levemente superior al de la actividad agropecuaria. Se acentúa con ello la transformación que viene experimentando la economía argentina desde hace unos años bajo el estímulo de la situación creada por el conflicto bélico, y se determina así una pronunciada variación en la distribución de la renta nacional, comparada con la que rigió hasta fines de la década anterior.

Contribuyó asimismo en forma destacada al mantenimiento de la intensa actividad económica desplegada en el país la demanda de materiales para las construcciones privadas, cuyo volumen sobrepasó lo edificado en el año anterior en aproximadamente 7 %, y para las obras públicas, en las que se invirtió prácticamente la misma suma que en 1942.

## 85. EL SALDO FAVORABLE DEL COMERCIO EXTERIOR HA SIDO MUY ELEVADO

Las restricciones impuestas en algunos de los países proveedores por las exigencias de la producción bélica, actuaron en 1943 sobre el volumen de nuestras importaciones con mayor intensidad que en el pasado. Siguió influyendo asimismo la escasa disponibilidad de bodegas, principalmente en lo que concierne al transporte de combustibles líquidos. El volumen físico de las importaciones, medido a través del índice de los valores de tarifa, volvió a reducirse así en 34%. Particularmente intensa ha sido

la disminución en algunos renglones; bastará decir, para dar idea de ello, que en maquinarias, en vehículos, en caucho y sus manufacturas, las cantidades importadas en 1943 apenas representan el 10 % de las adquiridas por el país en el exterior durante 1939.

### Cantidades de las importaciones argentinas, por principales rubros

Rubro	1939	1942	1943
	<i>(En miles de toneladas)</i>		
Sustancias alimenticias .....	418	192	166
Textiles y sus manufacturas .....	146	105	63
Carbonato de sodio y soda cáustica .....	64	36	116
Otros productos químicos y farmacéuticos .....	157	113	85
Papel, cartón y sus artefactos .....	222	156	146
Maderas y sus artefactos .....	591	469	400
Hierro y sus artefactos .....	693	127	76
Maquinaria y vehículos .....	157	41	16
Metales, excluido el hierro y sus artefactos .....	110	99	50
Piedras, tierras, vidrios y cerámica .....	2.044	1.557	1.482
Combustibles y lubricantes .....	5.031	1.550	1.068
Caucho y sus manufacturas .....	14	4	1

El referido descenso en el volumen total de las importaciones se refleja en los valores, que se reducen a m\$.n. 799 millones.

En cambio, para las exportaciones, se detiene la contracción iniciada en 1939 en el volumen y aumenta considerablemente el valor hasta superar los m\$.n. 2.000 millones. El saldo favorable del intercambio resulta así el más elevado que se registra hasta el presente: m\$.n. 1.257 millones.

El incremento en el valor de las exportaciones proviene, en parte, del alza de los precios agropecuarios, pero especialmente de la modificación sustancial en su estructura que resulta de los cambios ocasionados por el conflicto bélico. Por su incidencia en la economía del país, conviene analizarlos siquiera en forma somera. Se ha reducido el volumen y el valor global de los productos de la agricultura que tradicionalmente vendíamos al extranjero y se ha acrecentado la participación de los productos de la ganadería a favor de mejoras en los precios, pues, en volumen, se han mantenido prácticamente constantes.

Pero el hecho más significativo es el gradual aumento que

experimenta el valor de las exportaciones de productos industriales —especialmente tejidos, productos químicos y medicamentos— a la vez que el crecimiento de los envíos de productos agropecuarios con cierto grado de industrialización. Lo primero indica hasta qué punto la industria nacional va extendiendo su función de proveedora de otros países. Lo segundo da la medida en que la escasez de bodegas ha venido a sumarse a los factores que han estimulado el proceso de industrialización del país.

**Distribución de las exportaciones argentinas, por grandes rubros**

(Sobre la base de los valores reales)

Rubro de la estadística oficial	1939	1942	1943
		(En %)	
Productos de la ganadería .....	43,8	60,6	52,7
Productos de la agricultura .....	48,8	21,6	22,7
Productos forestales .....	3,0	2,4	2,1
Productos de la minería .....	1,2	1,8	2,0
Productos de la caza y de la pesca .....	0,3	0,6	1,1
Productos industriales .....	2,9	13,0	19,4

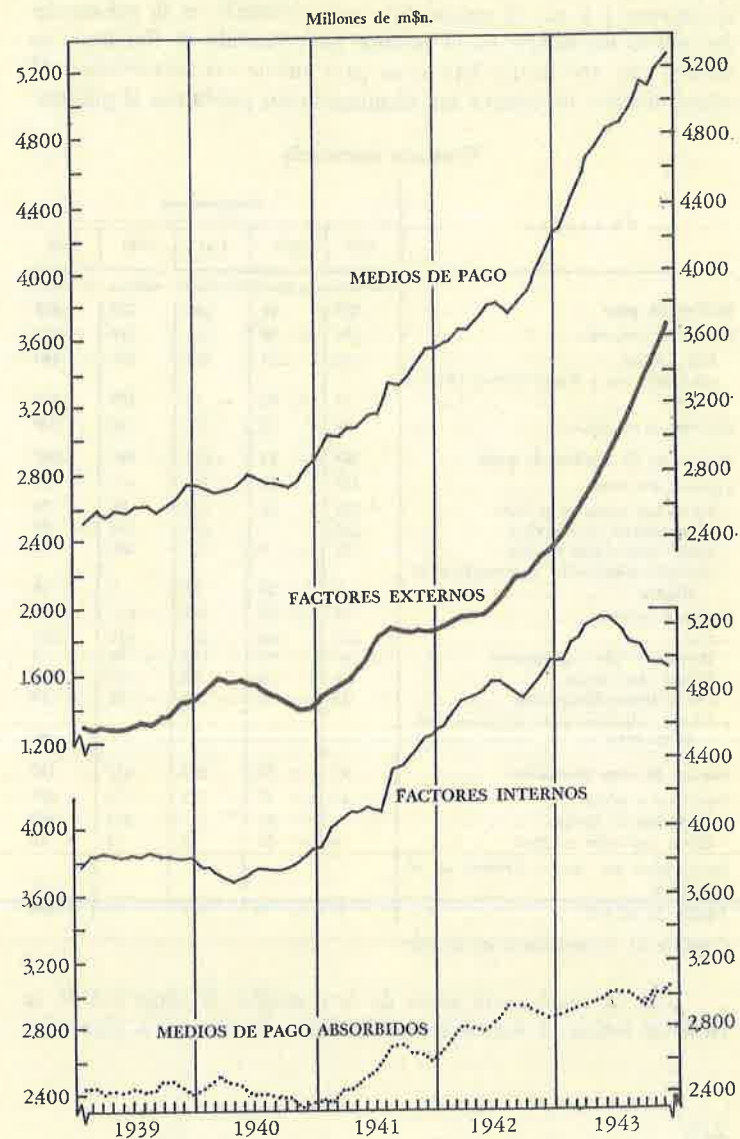
**86. LA EXPANSION DE LOS MEDIOS DE PAGO**

El elevado saldo del intercambio se ha traducido en un superávit del balance de pagos de casi igual magnitud, y éste ha dado lugar a la adquisición de oro y divisas por m\$. 1.363 millones<sup>52</sup> con el consiguiente aumento de los depósitos corrientes y de los billetes en el público.

Es esa la única causa de expansión de los medios de pago, pues los factores internos, que tuvieron considerable importancia en los aumentos de años anteriores, determinan en 1943, por el contrario, una disminución de m\$. 56 millones. Ello se debe a

<sup>52</sup> De este importe corresponden m\$. 144 millones a las divisas destinadas a la repatriación de deuda externa.

**Evolución de los medios de pago**



LA POLÍTICA MONETARIA SEGÚN LAS MEMORIAS

que las operaciones de compra de cosechas no exigieron nuevas inversiones y a que el crecimiento extraordinario en la colocación de valores nacionales en el público ha permitido al Gobierno no utilizar esta vez fondos bancarios para cubrir sus necesidades. Al mismo tiempo, los bancos han disminuido sus préstamos al público.

Situación monetaria

Concepto	Variaciones en:				
	1939	1940	1941	1942	1943
	<i>(Aumentos o disminuciones en millones de m\$n.)</i>				
<b>Medios de pago</b> .....	227	69	767	700	1.083
<i>Depósitos corrientes</i> .....	181	— 29	566	514	834
Del público .....	110	33	576	331	440
De Gobiernos y Reparticiones Oficiales .....	71	— 62	— 10	183	394
<i>Moneda en el público</i> .....	46	98	207	186	249
<b>Origen de los medios de pago</b> .....	261	— 44	1.051	947	1.307
<i>Factores internos</i> .....	113	34	593	482	— 56
Préstamos netos al público .....	— 128	15	— 148	69	— 78
Financiación de cosechas .....	213		505	242	— 32
Otras necesidades fiscales .....	23	— 9	192	165	36
Emisión subsidiaria y reemplazo de billetes .....	5	28	44	6	18
<i>Factores externos</i> .....	148	— 78	458	465	1.363
Oro .....	171	— 160	268	416	790
Dívidas de libre disposición .....	— 47	31	176	— 65	3
Libras bloqueadas .....	11	56	53	175	414
Otras dívidas bloqueadas .....	13	— 5	— 39	— 61	12
Libras utilizadas para repatriar deuda en 1943 .....					144
<b>Medios de pago absorbidos</b> .....	22	— 86	265	257	177
<i>Depósitos a plazo</i> .....	— 13	— 48	125	296	245
Depósitos de ahorro .....	— 5	— 11	111	213	260
Otros depósitos a plazo <sup>1</sup> .....	— 8	— 37	14	83	— 15
<i>Certificados del Banco Central en el público</i> .....					41
<i>Fondo de dividas</i> .....	35	— 38	140	— 39	— 109

<sup>1</sup> Incluye las "Cuentas nuevas del exterior".

Por lo demás, una parte de esos medios de pago pierde su carácter activo al radicarse en depósitos de ahorro, a plazo, ju-

ÉXITO EN SORTEAR LAS DIFICULTADES

diciales y cuentas nuevas del exterior, e invertirse en Certificados de Participación en Valores Nacionales colocados en el público.

El aumento neto que se produce como resultado de estos distintos factores asciende a m\$n. 1.083 millones, cifra por cierto muy superior a la de cualquier año anterior. Pero buena parte de los depósitos corrientes y billetes en el público creados por las causas que acabamos de analizar se han mantenido inactivos, según hemos de ver más adelante.

87. LOS MEDIOS DE PAGO Y LOS PRECIOS INTERNOS

Util será analizar ahora cuáles han sido las consecuencias del aumento de los medios de pago, desde que es frecuente asociar íntimamente dicho fenómeno al del alza general de precios.

Los estudios, muy detenidos, de que ha sido objeto este problema en los últimos años permiten conocer con mayor precisión algunos de sus aspectos más importantes, aunque no se haya llegado a una explicación plenamente satisfactoria de la forma en que se desarrolla el proceso.

En su expresión más esquemática, puede decirse que el nivel de precios tiende a modificarse cuando en un período dado se produce un desequilibrio entre la cantidad de bienes y servicios disponibles en el mercado y los ingresos monetarios que la población se halla dispuesta a invertir en la adquisición de tales bienes y servicios.

El desequilibrio entre la cantidad de bienes y servicios y los ingresos monetarios de la población puede ocurrir cuando se envían al exterior mercaderías sin recibir el equivalente en artículos importados, o cuando parte de la producción se destina a fines no vinculados con la actividad económica normal; y tiende asimismo a producirse cuando aquellos ingresos aumentan artificialmente por la expansión del crédito bancario que no responde a las necesidades propias del proceso industrial y comercial, o bien por el ingreso de fondos del exterior cuya inversión en el país no se traduce en un aumento de importaciones o de la producción interna.

Para que en cualquiera de esas condiciones se opere un alza de precios es menester que la oferta de bienes y servicios no pueda expandirse en la medida suficiente, y sobre todo que el excedente de los ingresos monetarios con respecto al valor de los bienes disponibles a un precio dado no se esterilice por atesoramiento o inactividad.

Se ve, pues, que el nudo principal del problema no reside tanto en el volumen de los bienes disponibles y el monto de los medios de pago como en la utilización que de ellos hace el público. Si por circunstancias especiales se generaliza el deseo de transformar el dinero en bienes de cualquier índole, la presión sobre los precios puede ser muy intensa aun sin existir aumento en los medios de pago. En cambio, si el público prefiere ahorrar, puede haber un considerable aumento de los medios de pago sin que por ello suban los precios.

## 88. HA HABIDO ESTERILIZACION DE MEDIOS DE PAGO

Lo acontecido en nuestro país en 1943 es ilustrativo al respecto. El Gobierno y las reparticiones oficiales acumularon durante el año importantes fondos en sus cuentas, retirándolos de hecho del proceso circulatorio. El público, por su parte, mantuvo como reservas líquidas inmovilizadas una proporción de los depósitos corrientes, según lo demuestra el sensible descenso de su velocidad de circulación<sup>53</sup>. Hay motivos, asimismo, para suponer que, tal como ha ocurrido en otros países, parte del aumento de los billetes en circulación ha permanecido inactiva. Hubo, pues, intensa esterilización o atesoramiento transitorios, con que se compensó en gran parte el crecimiento registrado en los depósitos corrientes y los billetes en el público.

<sup>53</sup> Así se desprende de la comparación entre el aumento de los depósitos corrientes del público y el de los pagos efectuados con cheques girados contra esos depósitos. Mientras aquéllos suben en 19%, éstos solo crecen en 12%, de tal suerte que la velocidad de circulación disminuye en 6%.

Por otro lado, los medios de pago que conservaron su carácter activo no pudieron ejercer presión sobre los precios de ciertos artículos para los cuales el Gobierno Nacional fijó nuevas cotizaciones máximas, ni sobre los alquileres, que fueron rebajados también por disposición gubernamental y cuya incidencia en el presupuesto familiar es, en nuestro país, muy importante.

El proceso de esterilización descrito más arriba y las medidas adoptadas por el Gobierno Nacional se reflejan en los índices de precios mayoristas y del costo de la vida, cuyo aumento en el conjunto del año es reducido<sup>54</sup>. Sería infundado, sin embargo, concluir que es posible despreocuparse del crecimiento de los medios de pago; su evolución debe seguirse de cerca para aplicar, tan pronto como las circunstancias lo aconsejen, medidas monetarias, financieras y económicas a fin de contener, en primer término, la expansión de los depósitos corrientes y de los billetes en el público y, en cuanto ello no sea posible, su repercusión desfavorable sobre el nivel de precios y el costo de la vida.

## 89. LA POLÍTICA DE ABSORCIÓN DE FONDOS DEL PÚBLICO

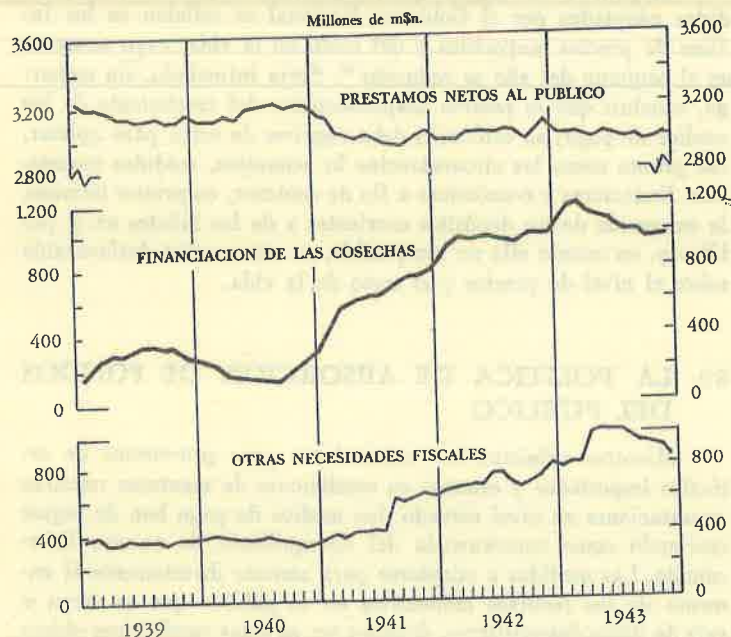
Mientras subsistan las restricciones para proveernos de artículos importados y estemos en condiciones de mantener nuestras exportaciones en nivel elevado, los medios de pago han de seguir creciendo como consecuencia del desequilibrio de nuestro intercambio. Las medidas a adoptarse para atenuar directamente el aumento de los recursos monetarios en el público que se crean a raíz de dicho desequilibrio, deberán ser en estas condiciones objeto de estudio para que no incidan perjudicialmente sobre los intereses generales del país.

Entre tanto, deberá tratarse de absorber con la mayor eficacia posible los medios de pago cuya creación no puede evitarse. El

<sup>54</sup> Los instrumentos de medida son evidentemente imperfectos. Por ello el aumento de 5% en el índice de precios mayoristas y de 1,5% en el del costo de la vida no debe tomarse en forma rigurosa, sino como indicación de una tendencia.

Banco Central, a pesar de estar autorizado desde 1942 a vender certificados en el mercado abierto, no inició estas colocaciones hasta setiembre último, a fin de permitir al Gobierno negociar previamente los valores necesarios para satisfacer sus requerimientos.

Expansión neta del crédito



No hubiera tenido objeto práctico que el Banco Central absorbiese fondos del público mientras quedaban esas necesidades sin cubrirse, pues en tal caso el Gobierno se habría visto obligado a recurrir al crédito bancario, y toda tentativa de esterilización habría sido inoperante. A medida que en el futuro la capacidad del mercado de títulos exceda las necesidades del Gobierno Nacional y se difundan las características de los certificados del Banco Central, habrá de intensificarse la colocación de estos pape-

les a fin de neutralizar en la mayor medida posible el crecimiento de los medios de pago. Para hacer más efectiva la esterilización de los recursos que se retiran del mercado, el Banco se propone asimismo, en una etapa ulterior, lanzar papeles de mayor plazo.

90. FACTORES QUE HAN DEJADO DE INFLUIR EN EL PODER DE COMPRA

En virtud de las medidas adoptadas por el Gobierno Nacional, el crecimiento de los medios de pago por factores externos no habrá de verse indebidamente acentuado en lo sucesivo por la entrada de capitales que solo buscan un refugio transitorio en nuestro país, sin ningún beneficio para nuestra economía y con perniciosos efectos monetarios.

En cuanto a los factores internos que determinaron en el pasado el aumento de los depósitos corrientes y los billetes en el público, corresponde destacar en primer término las disposiciones adoptadas por el Ministerio de Hacienda de la Nación, en lo que respecta al equilibrio entre los gastos y los recursos. Indiscutible significado tienen al respecto el aumento del impuesto a los réditos y la creación de diversos gravámenes —como los impuestos a los beneficios extraordinarios y a ciertos gastos superfluos— que se dieron a conocer al aprobarse el Presupuesto General para 1944.

Debe señalarse, asimismo, que es propósito del Gobierno Nacional respondiendo a una sana política, reiteradamente expuesta, esforzarse por colocar en el público los valores necesarios para cubrir los gastos que se ha previsto financiar con títulos, y las demás erogaciones que no se cubran con recursos normales del ejercicio.

Esa misma política ha de permitir, si las posibilidades de colocación en el público se mantienen al alto nivel actual, cubrir, por lo menos en parte, con recursos de ese origen los requerimientos para la compra de cosecha, y no acudir para ello a los bancos.

## 91. DEBE SEGUIRSE UNA PRUDENTE POLÍTICA DE CRÉDITO

Los préstamos bancarios constituyen uno de los factores potenciales de importancia en la creación de circulante, y de ahí que, entre las funciones del Banco Central, la Ley mencione especialmente la de regular el crédito.

En 1943, los bancos, a pesar del cuantioso aumento que se ha operado en sus recursos, lejos de aumentar sus préstamos y colocaciones, los han disminuido. Los papeles que el Banco Central ha colocado en esas instituciones, para permitirles invertir transitoriamente parte del exceso de disponibilidades, han sido sin duda un factor muy importante para el mantenimiento de la prudente política de los bancos, como también lo fueron las recomendaciones sobre la conveniencia de no sobrepasar límites razonables en la inversión de los depósitos. Pero ha tenido además gran influencia el concepto de responsabilidad con que las instituciones han manejado tan delicado resorte monetario.

Veamos cómo se ha traducido todo ello en las cifras de los balances de los bancos. De los m\$.n. 687 millones que éstos recibieron por el aumento de los depósitos a la vista y a plazo, alrededor de la mitad, o sea m\$.n. 323 millones, se invirtió en certificados del Banco Central, papeles esencialmente líquidos. El resto, junto con la disminución neta de sus préstamos e inversiones al mercado, que sumó m\$.n. 45 millones, fue a engrosar el efectivo en caja.

Para apreciar la extraordinaria situación de liquidez a que se ha llegado, bastará decir que el efectivo de los bancos representa la mitad de las obligaciones a la vista y que ese efectivo, unido a las inversiones en papeles del Banco Central y valores a corto plazo del Estado, cubre la totalidad de aquellas obligaciones. Si se suman además los préstamos y otras inversiones realizables a plazos comunes, queda cubierto con exceso todo el pasivo.

Con todo, es preciso que los bancos sigan fortaleciendo su efectivo con la casi totalidad de los nuevos depósitos que reciban, a fin de que puedan estar en condiciones de hacer frente a cualquier contingencia que pudiera llegar a presentarse a la termina-

## ÉXITO EN SORTEAR LAS DIFICULTADES

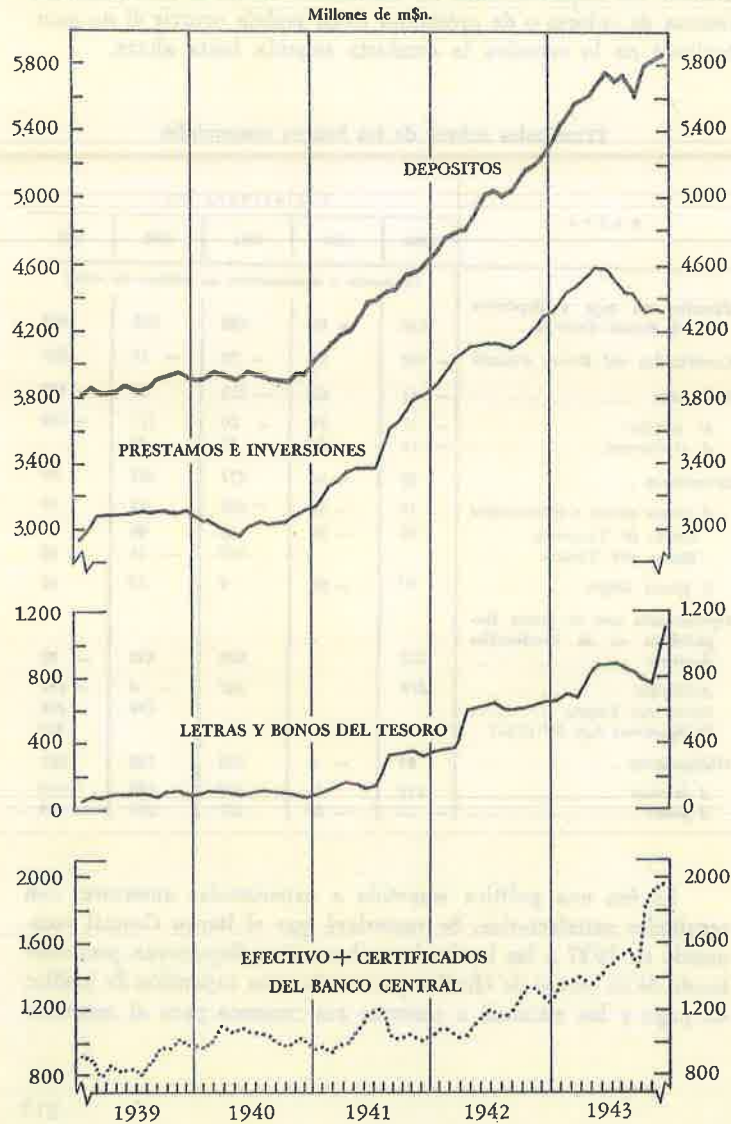
ción de la guerra. La abundancia de disponibilidades les permitirá atender los requerimientos de fondos sin acudir a la liquidación intensa de valores o de préstamos como podría ocurrir si no mantuviesen en lo sucesivo la conducta seguida hasta ahora.

### Principales rubros de los bancos comerciales

Rubro	Variaciones en:				
	1939	1940	1941	1942	1943
	<i>(Aumentos o disminuciones en millones de m\$.n.)</i>				
Efectivo en caja y depósitos en el Banco Central .....	136	- 10	128	265	381
Certificados del Banco Central	- 118	36	- 76	- 13	323
Préstamos .....	- 41	63	- 125	92	- 106
<i>A público .....</i>	- 27	31	- 70	115	- 106
<i>A Gobiernos .....</i>	- 14	32	- 55	- 23	
Inversiones .....	79	- 66	277	157	93
<i>A plazos cortos e intermedios</i>	39	- 39	268	85	66
<i>Letras de Tesorería .....</i>	39	- 39	28	98	17
<i>Bonos del Tesoro .....</i>			240	- 13	49
<i>A plazos largos .....</i>	40	- 27	9	72	27
Operaciones con la Junta Reguladora de la Producción Agrícola .....	213		505	242	- 32
<i>Adelantos .....</i>	213		505	- 8	- 754
<i>Bonos del Tesoro .....</i>				250	400
<i>Obligaciones Ley N° 12.817 .</i>					322
Obligaciones .....	98	- 6	710	732	687
<i>A la vista .....</i>	110	32	603	488	498
<i>A plazo .....</i>	- 12	- 38	107	244	189

Es ésa una política sometida a experiencias anteriores con resultados satisfactorios. Se recordará que el Banco Central recomendó en 1937 a las instituciones bancarias dispusieran prudentemente de su exceso de efectivo para evitar una expansión de medios de pago y las estimuló a reservar sus recursos para el momento

**Evolución de los principales rubros bancarios**



**ÉXITO EN SORTEAR LAS DIFICULTADES**

oportuno. Estos fondos constituyeron un elemento favorable, al declararse la guerra y al extenderse unos meses más tarde el conflicto, para evitar liquidaciones precipitadas de valores y reducciones de créditos que hubieran provocado repercusiones psicológicas inconvenientes y graves trastornos a nuestra economía.

**92. NUEVOS INSTRUMENTOS DE REGULACION DEL CREDITO**

El hecho de que en las presentes circunstancias las recomendaciones del Banco Central y la colocación de sus papeles de absorción hayan constituido elementos eficaces para que los bancos prosigan la prudente política a que se ha hecho referencia, no significa por cierto que los instrumentos de que se dispone no sean susceptibles de perfeccionarse. En efecto, en momentos como los actuales en que el exceso de disponibilidades bancarias es tan grande, si se pretendiera absorberlo mediante papeles del Banco Central habría que entregar a las instituciones de crédito una cantidad extraordinaria de valores, que determinaría el pago de elevados intereses por sumas que los bancos han recibido sin necesitarlas para sus negocios y, en buena parte, sin costo alguno para ellos. La operación resultaría así innecesariamente onerosa y reduciría en forma inconveniente los instrumentos que se requieren para actuar sobre los medios de pago del público.

De ahí que la mayor parte de las legislaciones extranjeras confieren a los organismos de regulación monetaria facultades para elevar el efectivo mínimo de los bancos cuando las circunstancias lo hacen aconsejable. A falta de disposiciones que encaren entre nosotros la posibilidad de elevar el efectivo mínimo se ha pensado en recurrir a convenios o acuerdos que permitan a los bancos adherirse a una política monetaria sana, limitando las colocaciones que ofrecen riesgo desde el punto de vista monetario, fortaleciendo sus efectivos y aumentando las reservas. Hay actualmente a estudio medidas para hacer más efectiva la regulación del crédito, y se tiene el propósito de llevarlas en breve a la práctica.

### 93. LA COMPRA DE LAS OBLIGACIONES DE LA LEY N° 12.817

En la Memoria de 1942 se comentó con amplitud la facultad que la Ley N° 12.817 confiere al Banco Central para adquirir o caucionar hasta m\$.n. 400 millones de las obligaciones emitidas por un total de m\$.n. 750 millones en virtud de dicha Ley y entregadas en 1942 al Banco de la Nación Argentina para consolidar la deuda del Estado por compra de cosechas.

Al estudiar la financiación interna del plan de repatriación de deuda externa anunciado por el Ministro de Hacienda de la Nación, se vio la conveniencia de hacer uso definitivo de esa facultad, y se adquirieron, por lo tanto, los m\$.n. 400 millones de obligaciones. La operación se justifica ampliamente por el destino dado a esos fondos y es perfectamente sana desde el punto de vista monetario, puesto que los recursos creados mediante la compra de esos papeles se cancelaron con operaciones compensatorias: en la parte que correspondió al monto de los empréstitos llamados a rescate para el 1° de enero, o sea m\$.n. 175 millones<sup>55</sup> en la adquisición de libras esterlinas y, en lo que se refiere a los m\$.n. 225 millones restantes, con la suscripción de Certificados de Participación en Valores Nacionales, de acuerdo con lo que dispone el artículo 8° del Decreto 9.114. Estos últimos fondos han sido absorbidos así transitoriamente hasta tanto se utilicen en futuras operaciones de repatriación.

### 94. LOS PROBLEMAS DE POSGUERRA

En este somero análisis de los principales hechos vinculados al desarrollo de la situación económica y monetaria de nuestro país y a la forma en que se encaran los problemas que esta última plantea, nos hemos referido de paso a las consecuencias de la termi-

<sup>55</sup> En este importe se incluyen m\$.n. 31 millones correspondientes a los títulos adquiridos con anterioridad por el Tesoro Nacional (véase también págs. 184-188).

nación del conflicto bélico. Hondas y serias han de ser las transformaciones que se produzcan entonces en el mundo e intensa su repercusión sobre nuestra economía. Pero el nuevo aumento de las reservas monetarias del país y el constante mejoramiento del estado de los bancos permiten reafirmar lo dicho en ocasiones anteriores. a saber, que el proceso que se opere al término de la guerra podrá desarrollarse sin originar trastornos fundamentales en nuestro sistema monetario y financiero.

Los difíciles momentos de la iniciación del conflicto se han sobrellevado sin pánico ni liquidaciones precipitadas de valores y hay motivos para esperar que se podrá actuar con igual eficacia cuando nuevas circunstancias lo exijan. La notable liquidez bancaria, a la cual se agregan las posibilidades de redescuento en el Banco Central, permitirán prevenir cualquier derivación inconveniente sobre el crédito, sin perjuicio de la liquidación ordenada de aquellos préstamos que convenga disminuir.

Ello no obstante, según dijimos en nuestra Memoria anterior, es conveniente que se vayan analizando a tiempo los problemas vinculados no solo a la política de crédito, sino también a la utilización de las cuantiosas disponibilidades de oro y divisas que se han acumulado, y que se defina la conducta a seguir. A este respecto, recordaremos que, a título de simple planteo y para contribuir a la dilucidación de tales cuestiones, señalábamos allí que el desarrollo industrial alcanzado por el país no es incompatible con el mantenimiento de un alto nivel de importaciones si los recursos de que disponemos para compras en el exterior se aplican preferentemente a la importación de las materias primas y de los bienes de capital que la industria y los transportes necesitan para compensar el intenso desgaste a que se halla sujeto ahora su equipo y para su natural crecimiento. Dicha política implicaría a la vez una utilización más racional de las divisas disponibles y contribuiría a atenuar las fluctuaciones económicas.

Debe recordarse, asimismo, que la utilización de las reservas de oro y divisas que el país acumula estará estrechamente ligada a la política económica que las principales naciones que comercian con la Argentina resuelvan seguir después de la guerra y a los sistemas que imperen para la liquidación de las transacciones

monetarias.

Desde mucho antes del conflicto bélico, los pagos relativos a las operaciones comerciales y financieras que los países realizan entre sí se han ido efectuando en medida creciente a través de convenios de trueque o compensación, mediante los cuales se ha intentado obtener el equilibrio del balance comercial o de pagos entre las dos naciones contratantes. La amplitud que han alcanzado las operaciones que se liquidan a través de esos convenios y los grandes saldos acumulados plantean serios problemas que ha de ser necesario considerar para poder volver a un régimen adecuado de libertad monetaria. Y no es ése por cierto el único escollo que se encuentra en el camino cuando se trata de determinar cuál es el sistema más apropiado para lograrla.

De ahí que el mecanismo monetario y crediticio internacional de posguerra haya sido objeto de estudios tendientes a promover a tiempo la discusión del problema, que se halla aún en una etapa preliminar. Pero la importancia que en la economía argentina tiene el comercio exterior explica la conveniencia de seguir muy de cerca la evolución de las ideas sobre este particular a fin de que puedan adoptarse en momento oportuno las soluciones más convenientes al país.

## EL DESARROLLO ECONÓMICO Y MONETARIO DE LOS ÚLTIMOS AÑOS DE LA SEGUNDA GUERRA MUNDIAL <sup>56</sup>

95. REPERCUSIONES SOBRE LA ECONOMÍA DE LA ARGENTINA
96. LA CONTRACCIÓN DE LAS IMPORTACIONES Y LA ACTIVIDAD INTERNA
97. MODIFICACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE LOS PRECIOS, SALARIOS Y OTROS VALORES
98. EL INCREMENTO DE LOS RENDIDOS MONETARIOS Y SUS CONSECUENCIAS
99. EL PLAN DE CONJUNTO PARA COMBATIR EL ALZA DE PRECIOS
100. LAS MEDIDAS MONETARIAS Y LA POLÍTICA FISCAL
101. LOS MEDIOS DE ABSORCIÓN MONETARIA DE QUE DISPONE EL BANCO CENTRAL
102. LA POLÍTICA A SEGUIR POR LOS BANCOS FRENTE A LA SITUACIÓN ACTUAL
103. FACULTADES QUE CONVENDRÍA OTORGAR AL BANCO CENTRAL
104. LOS PROBLEMAS MONETARIOS Y ECONÓMICOS DE LA POSGUERRA
105. EL BALANCE DE PAGOS Y LA SITUACIÓN MONETARIA
106. PODRÁ EVITARSE UNA DEFLACIÓN INCONVENIENTE
107. LA UTILIZACIÓN DE LAS RESERVAS ACUMULADAS
108. LA INDUSTRIA NACIONAL Y LA COMPOSICIÓN DE LAS IMPORTACIONES
109. HABRÁ SOLUCIÓN PARA LOS PROBLEMAS DE POSGUERRA

<sup>56</sup> Memoria anual, 1944, págs. 1-20.

## 95. REPERCUSIONES SOBRE LA ECONOMIA DE LA ARGENTINA

El mundo ha entrado en el sexto año de una guerra que ha envuelto directa o indirectamente en sus consecuencias a todas las naciones, beligerantes y neutrales.

Las hondas repercusiones del conflicto sobre la situación económica de la Argentina, tan estrechamente vinculada con la del resto del mundo a través del comercio exterior, se han analizado año tras año en nuestras memorias. Parece oportuno hacer esta vez una síntesis de la evolución que se ha operado en nuestro país desde el comienzo de ese ya largo proceso, para comprender mejor la posición actual y precisar las medidas que convendría tomar mientras subsistan las condiciones que hoy imperan. Ello ha de permitir referirnos luego a las probabilidades de que esas condiciones se alteren cuando al cesar la guerra sobrevengan los inevitables cambios que han de producirse en el mundo, y concluir señalando la actitud que en ese momento debería adoptarse para evitar innecesarias perturbaciones en nuestra situación económica y monetaria.

## 96. LA CONTRACCION DE LAS IMPORTACIONES Y LA ACTIVIDAD INTERNA

El problema más serio que se ha presentado al país en el terreno económico ha sido la intensa contracción de los abastecimien-

tos procedentes del exterior.

Algunos de los proveedores tradicionales de la Argentina fueron desapareciendo como tales por efectos de la guerra, y los que conservaron ese carácter redujeron sensiblemente sus envíos de mercaderías a raíz de las exigencias bélicas y de las dificultades de transporte. El volumen físico de las compras efectuadas por la Argentina en el exterior apenas alcanzó así, en 1944, a una tercera parte de lo que representaba en el período de preguerra.

Es en los bienes de capital, especialmente las maquinarias y los elementos de transporte, donde mayor ha sido la repercusión del descenso de los abastecimientos, debido a las dificultades en que se encuentra el país para reemplazarlos. Pero la reducción tiene carácter general y llega a cifras considerables en los combustibles, en los materiales para la construcción y en los tejidos, por no mencionar sino los artículos más importantes.

#### Índices del volumen físico de la producción y del comercio exterior <sup>1</sup>

Año	Exportaciones	Importaciones	Producción industrial	Producción agropecuaria	Construcciones
<i>(Índices, base: promedio 1937-39 = 100)</i>					
1940	83	77	108	102	100
1941	80	61	121	121	121
1942	78	49	127	118	123
1943	89	33	130	111	132
1944	98	32	135	128	193

<sup>1</sup> Cifras provisionales.

Por suerte se contaba ya con una organización industrial que, aunque no tan adelantada como en otros países, tenía en muchos renglones una valiosa experiencia que ha permitido, ya sea utilizando más intensamente el equipo existente, ya ampliándolo en la medida de lo posible, expandir considerablemente la producción. También se han desarrollado algunas nuevas manufacturas, pero ha habido aquí mayores limitaciones, porque a los inconvenientes que debe allanar cualquier iniciativa de esta índole se han sumado las dificultades para adquirir maquinarias en el exterior y hacer venir los técnicos necesarios. El hecho de que la expansión industrial se operara principalmente en renglones donde ya había probado su viabilidad económica es de gran significación para el futuro de nuestra industria.

En conjunto, el volumen de la producción industrial ha aumentado con respecto al trienio 1937-39 en un 35%, y ha logrado llenar buena parte de los claros que se habían producido a raíz del descenso en la importación de diversos artículos.

Ello ha facilitado sin duda la constante y creciente actividad que han mantenido las construcciones, cuya importancia es bien conocida por el número de obreros que ocupa y por las muchas industrias afines que fomenta.

Pero el esfuerzo del país no se limita al campo industrial y al de las construcciones, pues en materia agropecuaria la actividad ha conservado un alto nivel. La ganadería ha sido estimulada por la mayor demanda externa e interna, y en los productos agrícolas tradicionales el Gobierno adquirió los excedentes para evitar las desastrosas consecuencias que la falta de demanda externa habría tenido sobre el correspondiente sector de la población.

En síntesis, la creciente producción industrial — que se operó para cubrir la merma de las compras en el exterior y que permitió más tarde un aumento de las exportaciones — y la actividad de las construcciones han acrecentado el ritmo económico del país y lo han llevado paulatinamente a un estado muy cercano al de plena ocupación.

Por cierto, no todos los problemas derivados de la guerra han logrado salvarse sin que se presentaran inconvenientes. En materia de combustibles las dificultades, que han sido permanentes y podrían agravarse, solo han conseguido resolverse a base de la utilización de sustitutos costosos. La cuestión de los transportes ha sido también y sigue siendo motivo de preocupación, pues se ha tenido que emplear el material disponible hasta el límite de su capacidad, con el consiguiente desgaste y sin que se pudieran mantener los servicios al nivel deseado. Por último, no obstante el esfuerzo desplegado por la industria local de maquinarias para atender las necesidades más urgentes de reposición y ampliación, en muchas actividades hubo que limitarse a utilizar al máximo el equipo existente, con las consecuencias que eso implica.

Pero, en líneas generales, puede decirse que son pocos los problemas en que no se ha podido encontrar en una u otra forma una solución relativamente satisfactoria. Y aunque el volumen de bienes

disponibles es menor que el de antes de la guerra, máxime si se toma en cuenta el crecimiento de la población, muy precaria habría sido la situación del país en materia de abastecimientos de no haber mediado la evolución que acabamos de reseñar.

### 97. MODIFICACION DE LA ESTRUCTURA DE LOS PRECIOS, SALARIOS Y OTROS VALORES

Todo este proceso ha traído consigo una considerable transformación —que sigue operándose al presente— en la estructura de los precios, salarios y otros valores.

En los precios, el primer impulso ascendente tuvo origen en las mercaderías importadas, por el aumento de las cotizaciones en los países de procedencia y por la elevación de los fletes y seguros; luego el alza se fue acentuando con la escasez de esos artículos, y no tardó en propagarse a los de fabricación nacional, a través del aumento en el costo de ciertas materias primas y de los combustibles y a impulso de la demanda interna unida en algunos casos a la del exterior. Los precios de los productos agropecuarios han subido poco y ello ha moderado el alza de los artículos de consumo que influyen en el costo de la vida del sector más numeroso de la población.

**Índice de precios**

Año	Precios mayoristas			Precios minoristas de alimentos <sup>1</sup>
	No agropecuarios		Agropecuarios	
	Nacionales	Importados		
(Índices, base: promedio 1937-39 = 100)				
1940	103	127	85	100
1941	106	160	81	104
1942	127	218	86	114
1943	146	232	93	115
1944	159	241	93	116

<sup>1</sup> Sub-índice de Alimentación del Índice del Costo de la Vida de la Secretaría de Trabajo y Previsión.

Los salarios, aunque con ritmo más lento al principio, según suele ocurrir, han seguido la tendencia ascendente. En ello no solo ha influido la necesidad de ajustarlos al aumento del costo de la

vida, sino también la competencia entre los empresarios en el mercado de trabajo, tanto para atender necesidades privadas como requerimientos gubernativos.

Finalmente, el ascenso de los otros valores, sobre todo los inmobiliarios, ha sido muy pronunciado.

Si comparamos pues la fisonomía del país con la que tenía antes de la guerra, se observan marcadas diferencias: por un lado, la importancia del sector industrial se ha agrandado con respecto a los demás por efecto del proceso que hemos analizado antes; por otro, tanto los precios como los salarios, los costos de producción y los demás valores están a un nivel bastante superior al de entonces.

### 98. EL INCREMENTO DE LOS REDITOS MONETARIOS Y SUS CONSECUENCIAS

Hay, a grandes rasgos, dos factores principales que gravitan en la modificación de la estructura de valores: la disminución en la cantidad de bienes de que dispone la población como consecuencia de haberse reducido los abastecimientos externos y el mayor poder adquisitivo originado en el aumento de los ingresos. Es decir, un desequilibrio entre la oferta, medida por el volumen físico, y la demanda, expresada en términos monetarios. Pero el planteo del problema no es tan sencillo, como dijimos en nuestra Memoria anterior, y como se verá a continuación.

Inicialmente, el incremento de los ingresos monetarios deriva del hecho de que para adquirir las cosechas el Gobierno recurrió al crédito bancario, inyectando en el circuito económico nuevo poder adquisitivo, que se trasladó paulatinamente del sector agrícola, primer beneficiario, a los demás grupos de la población. Vinieron en seguida a agregarse la financiación de gastos públicos con recursos obtenidos en los bancos y los abultados saldos favorables del balance de pagos, con lo cual se volcó al mercado una nueva

masa de poder adquisitivo. Son estos tres elementos los que, en conjunto, han dado origen al aumento de la renta monetaria de la población, producido desde el comienzo de la guerra.

Para establecer cómo han incidido sobre la estructura de valores, hay que tener en cuenta la manera en que han ido distribuyéndose los mayores ingresos entre los distintos sectores de la población.

Como el alza de los precios que resulta del desnivel entre la oferta y la demanda no va seguido en un principio por un aumento proporcional en los costos, se traduce en mayores utilidades para los empresarios, ya sean industriales, productores o comerciantes. De tal suerte, el aumento de los réditos va sobre todo a manos de la población más adinerada y no presiona sobre los bienes de consumo popular. Su destino es otro: en parte esos réditos se reinvierten en la actividad productiva, ya en las industrias —en forma de capital fijo o circulante—, ya en las construcciones; otra parte se traduce en una mayor demanda de bienes y servicios que no son de consumo popular sino suntuarios<sup>57</sup> y, por último, el resto se vuelca en el mercado inmobiliario y en el de valores públicos, en la medida en que no va simplemente a aumentar las reservas monetarias de los beneficiarios.

Pero la mayor ocupación provocada por la expansión industrial y los gastos del Gobierno determina un incremento en los ingresos de los grupos más modestos, acentuado por el alza de los sueldos y salarios. Esta redistribución de los réditos tiene como consecuencia una mayor demanda de las mercaderías de consumo popular, con la consiguiente presión sobre los precios. El hecho de que buena parte de esos artículos, alimentos por ejemplo, se producen en abundancia en el país, ha moderado la tendencia alcista.

En resumen, el aumento global de los réditos incide en forma diversa sobre los precios, según resulte de la elevación de los ingresos de los empresarios — que se traducen en simple aumento

<sup>57</sup> Este concepto incluye una serie muy variada de artículos y servicios, como por ejemplo muebles, alhajas, tejidos finos y los alquileres de casas y departamentos de categoría.

de disponibilidades o se vuelcan en inversiones en industrias o en bienes y servicios que no entran en el presupuesto de los menos pudientes — o provenga de mayores ingresos de los empleados y obreros, que presionan directamente sobre los artículos de consumo popular. Estas dos fuerzas, que dan origen a sucesivas acciones y reacciones cuyos efectos se van superponiendo, gravitan así necesariamente la una sobre la otra<sup>58</sup>.

Para evitar que ese proceso conduzca al progresivo aumento de los precios, y descartada la posibilidad de acrecer adecuadamente la cantidad de bienes disponibles debido a las dificultades para expandir las importaciones y el equipo industrial, la solución está en impedir que crezcan los réditos o que ejerzan su acción sobre los precios.

Cuando el aumento de ingresos resulta del balance de pagos positivo, es difícil evitarlo en circunstancias como las actuales sin causar grandes perturbaciones internas<sup>59</sup>, y cuando proviene de los gastos fiscales, la posibilidad de evitarlo se halla supeditada a otras consideraciones que las estrictamente monetarias.

En la medida en que no puede contenerse el aumento de los ingresos, cabe adoptar disposiciones que, aunque no signifiquen una solución total del problema, tiendan a evitar que el excedente de ingresos se vuelque sobre el mercado y presione sobre los dos grandes grupos de valores que hemos considerado, es decir, artículos de consumo popular y otros bienes y valores. Se trata, por una parte, de las medidas monetarias para absorber medios de pago que hemos de analizar detalladamente en el siguiente párrafo y, por otra, de las medidas fiscales y las de carácter económico que

<sup>58</sup> A fin de precisar más este esquema y dentro de las limitaciones que comporta la falta de un censo reciente de población y riqueza, el Banco Central ha iniciado los estudios pertinentes y hará conocer los resultados a que llegue en la investigación.

<sup>59</sup> Salvo en el caso del ingreso de capitales flotantes, con respecto a los cuales se adoptaron en nuestro país diversas medidas en abril de 1943.

limitan directa o indirectamente el monto de los ingresos que la población puede gastar.

### 99. EL PLAN DE CONJUNTO PARA COMBATIR EL ALZA DE PRECIOS

El Gobierno Nacional ha dictado con fecha 2 de febrero último un decreto por el cual dispone que distintos Departamentos y Secretarías de Estado deben proponer las medidas que permitan trazar un plan orgánico destinado a afrontar el problema de la inflación.

El Banco Central, al hacer conocer en diversas oportunidades al Ministerio de Hacienda sus preocupaciones sobre el curso de la situación monetaria, que, como es lógico, ha venido siguiendo detenidamente desde sus comienzos, había manifestado opiniones concordantes con los propósitos que inspiran el citado decreto, en lo que respecta a la necesidad de coordinar adecuadamente las medidas monetarias y fiscales con las de carácter económico, es decir, las destinadas a obtener la estabilización del costo de la vida mediante el aumento de la producción, el estímulo de ciertas importaciones, la restricción de ventas al exterior, el racionamiento, el control de precios y la estabilización de los salarios y sueldos.

El Banco ha señalado asimismo que las medidas monetarias no pueden por sí solas resolver el problema, pero que de la intensidad con que se apliquen depende la amplitud que deban alcanzar las disposiciones de carácter económico que hemos mencionado. En efecto, si con medidas de absorción se logra retirar buena parte del poder de compra excedente, la presión sobre los precios disminuirá; en cambio, si no es posible lograr la esterilización de abundantes cantidades de medio circulante, todo el esfuerzo recaerá sobre las otras medidas a adoptarse y éstas deberían entonces alcanzar una importancia parecida a la que tienen en los países en guerra, tanto por la amplitud de los artículos y servicios com-

prendidos como por la severidad del control.

### 100. LAS MEDIDAS MONETARIAS Y LA POLÍTICA FISCAL

El medio de que dispone el Banco Central para compensar, por lo menos en parte, el aumento de los medios de pago, es la colocación de papeles con fines de absorción.

Y aquí es donde aparece la estrecha vinculación existente entre la política monetaria y la política financiera del Gobierno.

Según tuvimos oportunidad de señalar en nuestras memorias anteriores, la eficacia de las medidas monetarias del Banco Central depende sustancialmente del curso de las finanzas públicas. Si hay un desequilibrio entre los gastos (presupuesto ordinario o extraordinario, ayuda a los productores, realización de obras públicas, etc.) y los recursos en efectivo del Gobierno (impuestos, tasas y otros ingresos, excluidos los provenientes del crédito en cualquiera de sus formas), el Estado debe recurrir a la colocación de valores o a otras formas de crédito. Mientras el Gobierno, a fin de cubrir sus necesidades, deba colocar títulos y tomar en esa forma la totalidad de los fondos que el público está dispuesto a invertir en papeles de renta, no tendría objeto que el Banco Central realizara una política de absorción de fondos. No se haría en esas circunstancias otra cosa que restar tomadores a los títulos del Gobierno y obligar a éste a recurrir a los bancos en demanda de crédito, volviendo a crearse así los medios de pago sustraídos a través de operaciones de esterilización.

A fin de establecer las condiciones necesarias para realizar una activa absorción de medios de pago habría pues que contar, en las presentes circunstancias, con una reducción de las necesidades que el Gobierno debe satisfacer mediante el uso del crédito, lo que en otros términos significa reducir los gastos o aumentar los impuestos o ambas cosas a la vez, aspectos que han sido mencionados en el reciente decreto del Poder Ejecutivo Nacional sobre las medidas para combatir la inflación, como puntos fundamentales del plan a aplicarse.

### 101. LOS MEDIOS DE ABSORCIÓN MONETARIA DE QUE DISPONE EL BANCO CENTRAL

En los dos últimos años los medios de pago en el público han crecido en m\$. 690 millones y m\$. 1.050 millones, respectivamente, como consecuencia del ingreso de divisas.

#### Situación monetaria

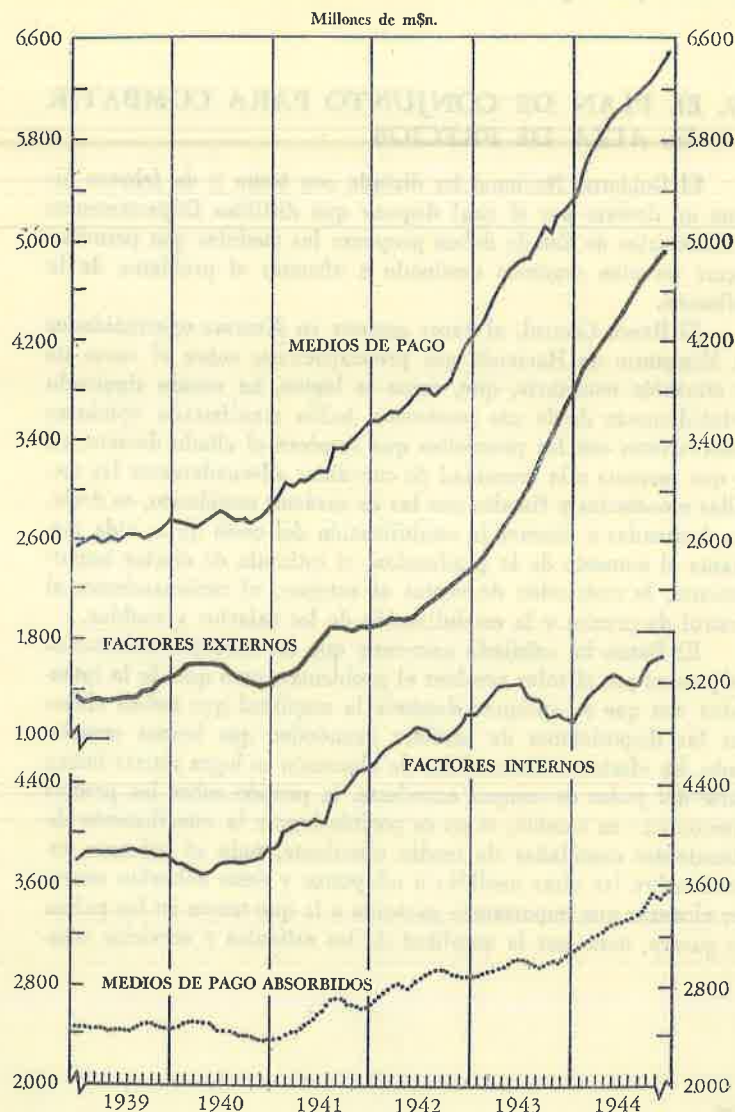
Concepto	Variaciones en:					
	1939	1940	1941	1942 <sup>1</sup>	1943 <sup>1</sup>	1944
	(Aumentos o disminuciones en millones de m\$.)					
<b>Medios de pago</b> .....	227	69	767	700	1.083	1.226
Depósitos corrientes .....	181	- 29	566	514	834	805
Del público .....	110	33	576	331	440	630
De Gobiernos y Reparticiones						
Oficiales .....	71	- 62	- 10	183	394	175
Moneda en el público .....	46	98	201	186	249	421
<b>Origen de los medios de pago</b>	261	- 44	1.051	978	1.308	1.750
Factores internos .....	113	34	593	482	- 56	462
Préstamos netos al público	- 128	15	- 148	69	- 78	131
Financiación de cosechas	213		505	242	- 32	53
Otras necesidades fiscales	23	- 9	192	165	36	70
Fondo para Regulación del						190
Merc. de Val. Nacionales						
Emisión subsidiaria y reem-						
plazo de billetes	5	28	44	6	18	18
Factores externos <sup>2</sup> .....	148	- 78	458	496	1.364	1.288
Oro .....	171	- 160	268	416	790	524
Divisas de libre disposición	- 47	31	176	- 65	3	114
Libras bloqueadas .....	11	56	53	206	559	655
Otras divisas bloqueadas	13	- 5	- 39	- 61	12	- 5
<b>Medios de pago absorbidos</b> .....	22	- 86	265	257	177	493
Depósitos a plazo .....	- 13	- 48	125	296	245	499
Depósitos de ahorro .....	- 5	- 11	111	213	260	389
Otros depósitos a plazo <sup>3</sup> .....	- 8	- 37	14	83	- 15	110
Certificados del Banco Central						
en el público .....					41	- 6
Fondo de divisas .....	35	- 38	140	- 39	- 109	

<sup>1</sup> Cifras corregidas.

<sup>2</sup> Incluye las divisas utilizadas por el Gobierno Nacional para repatriar deuda, de acuerdo con el Decreto 9.114/43.

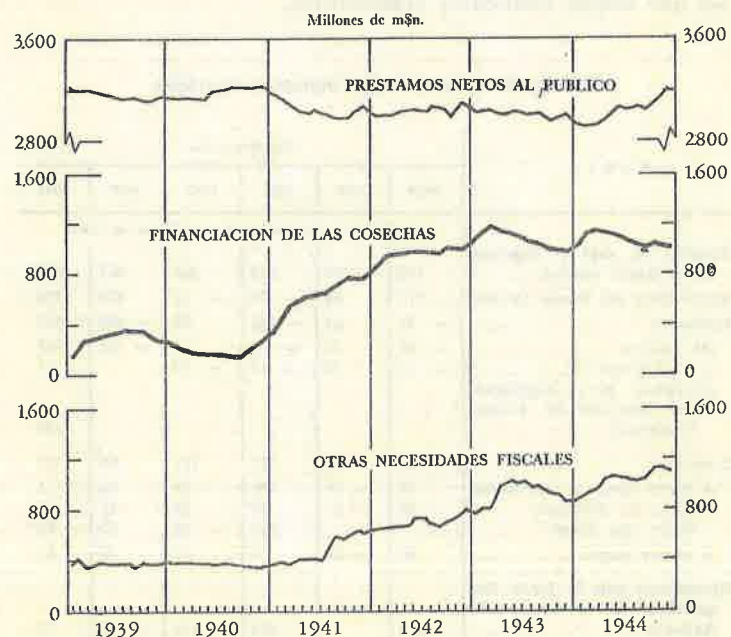
<sup>3</sup> Incluye las "Cuentas Nuevas del Exterior" y los adelantos no utilizados por el Fondo para Regulación del Mercado de Valores Nacionales.

#### Evolución de los medios de pago



Cierto es que una parte de los medios de pago se mantiene inactiva, y mientras conserve ese carácter no constituye problema. Pero sin olvidar esa circunstancia, las cifras mencionadas permiten estimar la intensidad que debería adquirir la política de absorción de medios de pago.

**Expansión neta del crédito**



El Banco Central cuenta con facultades y recursos abundantes para realizar la cancelación de fondos disponibles, una vez establecidas las condiciones que permitan llevarla a cabo, sin otras limitaciones que la capacidad de absorción de sus papeles por parte del público. Posee, en efecto, Bonos Consolidados del Tesoro Nacional y Obligaciones de la Ley N° 12.817 por valor de m\$. 768 millones contra los cuales puede emitir Certificados de Participación en Valores Nacionales, y está en condiciones de colocar Cer-

tificados de Custodia de Oro y Divisas por cerca de m\$. 4.500 millones. Vale decir que puede disponer, en conjunto, de instrumentos de esterilización por un importe superior a m\$. 5.000 millones, de los cuales solo tenía en circulación al 31 de diciembre último m\$. 835 millones.

La colocación de Certificados de Participación en Valores Nacionales, de características similares a las Letras de Tesorería del Gobierno Nacional, que se viene haciendo en forma moderada, podría intensificarse inmediatamente ofreciendo cantidades adicionales de esos papeles y diversificando sus características para adaptarlos, en cuanto a plazo e interés, a los diversos valores del Estado. Además, el Banco podría encarar la emisión de valores de absorción de muy pequeño monto, similares a los que el Gobierno ofrecerá al público y que, si se considera quiénes serían sus posibles compradores, permitirían esterilizar medios de pago en poder de las clases más numerosas de la población.

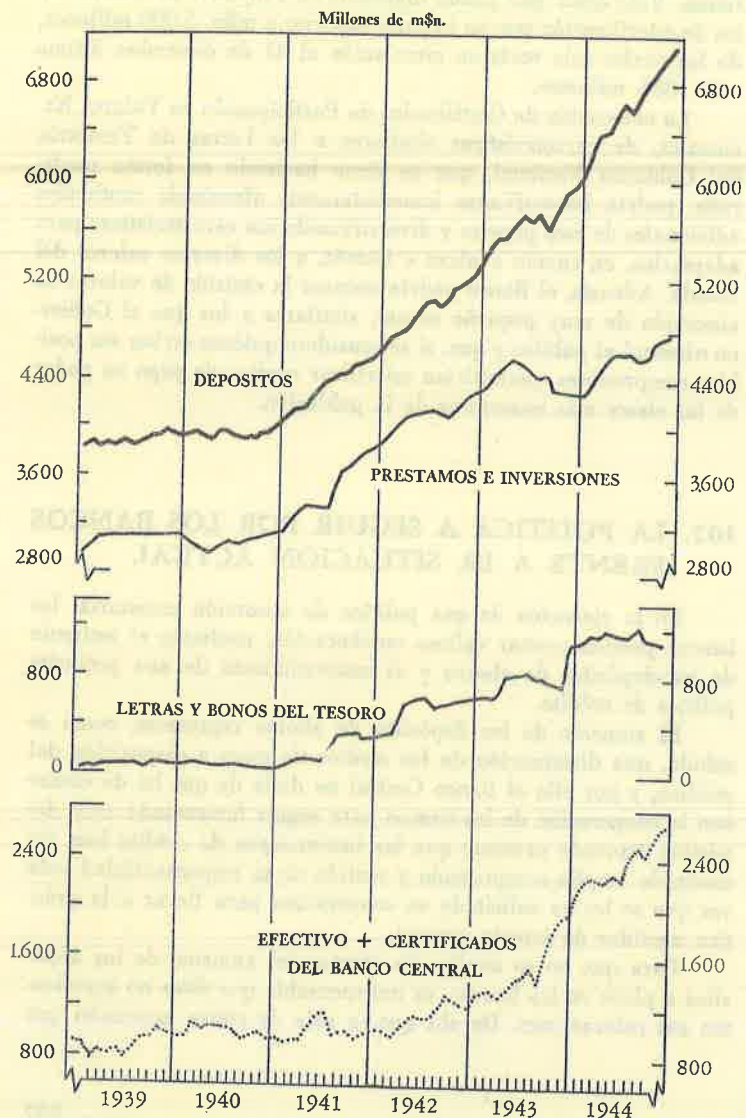
**102. LA POLÍTICA A SEGUIR POR LOS BANCOS FRENTE A LA SITUACION ACTUAL**

En la ejecución de una política de absorción monetaria, los bancos pueden prestar valiosa colaboración, mediante el estímulo de los depósitos de ahorro y el mantenimiento de una prudente política de crédito.

El aumento de los depósitos de ahorro representa, como es sabido, una disminución de los medios de pago a disposición del público, y por ello el Banco Central no duda de que ha de contar con la cooperación de los bancos para seguir fomentando estos depósitos, teniendo presente que las instituciones de crédito han demostrado amplia comprensión y sentido de la responsabilidad toda vez que se les ha solicitado su cooperación para llevar a la práctica medidas de interés general.

Para que no se anulen los efectos del aumento de los depósitos a plazo en los bancos, es indispensable que éstos no acrecienten sus colocaciones. De ahí que, a raíz de cierta expansión que

**Evolución de los principales rubros bancarios**



se había observado en los préstamos, el Banco Central creyó oportuno recordar en octubre último la recomendación que había hecho en su Memoria anterior de actuar con cautela en el otorgamiento de los créditos. Señaló claramente en esta ocasión que sólo deben concederse nuevos préstamos cuando estén destinados a cubrir necesidades justificadas del proceso de producción y distribución de bienes y servicios, y que deben descartarse todas aquellas operaciones que tengan finalidades especulativas.

**Principales rubros de los bancos comerciales**

R u b r o	Variaciones en:					
	1939	1940	1941	1942	1943	1944
	<i>(Aumentos o disminuciones en millones de m\$.)</i>					
<b>Efectivo en caja y depósitos en el Banco Central</b> .....	136	- 10	128	265	381	322
<b>Certificados del Banco Central</b> .....	- 118	36	- 76	- 13	323	338
<b>Préstamos</b> .....	- 41	63	- 125	92	- 106	369
<i>Al público</i> .....	- 27	31	- 70	115	- 106	168
<i>A Gobiernos</i> .....	- 14	32	- 55	- 23		11
<i>Adelantos para Regulación del Mercado de Valores Nacionales</i> .....						190
<b>Inversiones</b> .....	79	- 66	277	157	93	38
<i>A plazos cortos e intermedios</i> .....	39	- 39	268	85	66	- 1
<i>Letras de Tesorería</i> .....	39	- 39	28	98	17	47
<i>Bonos del Tesoro</i> .....			240	- 13	49	- 48
<i>A plazos largos</i> .....	40	- 27	9	72	27	89
<b>Operaciones con la Junta Reguladora de la Producción Agrícola</b> .....	213		505	242	- 32	53
<i>Adelantos</i> .....	213		505	- 8	- 754	92
<i>Bonos del Tesoro</i> .....				250	400	- 21
<i>Obligaciones Ley N° 12.817</i> .....					322	- 18
<b>Obligaciones</b> .....	98	- 6	710	732	687	1.141
<i>A la vista</i> .....	110	32	603	488	498	776
<i>A plazo</i> .....	- 12	- 38	107	244	189	365

<sup>1</sup> Cifras ajustadas para tener en cuenta la amortización de Obligaciones de la Ley N° 12.817 en poder del Banco Central, efectuada con fondos provenientes de la venta de granos.

El Banco Central destacó especialmente en su última comunicación a los bancos que debía tratarse de no exceder los límites alcanzados en materia de préstamos durante los últimos meses. Esto "no excluye, por supuesto, que sean satisfechas las necesidades que respondan a un crecimiento natural de negocios no especulativos". Hay, además, otras circunstancias que considerar, como la de los "bancos que, por las características de su clientela o de la zona en que actúan, no podrían ajustar rápidamente la evolución de sus préstamos para ceñirse a la recomendación contenida en esta circular".

Pero, a fin de uniformar la apreciación de los factores que justificaran apartarse de la orientación general y para que esas excepciones no volvieran a influir desfavorablemente sobre los resultados de conjunto, el Banco Central indicó que los bancos que estimen del caso aumentar sus préstamos al público sobre el nivel registrado en los últimos meses, deben ponerse en contacto con el Banco Central para considerar si cabe o no hacerlo frente a las circunstancias especiales que se presenten, y los límites que, en caso afirmativo, es prudente establecer. Por supuesto, no se trata de aprobar o rechazar el otorgamiento de determinados créditos, decisión que debe quedar siempre confiada a las autoridades de cada una de las entidades bancarias; pero sí de convenir con ellas la política general a aplicar.

Para facilitar la realización de los propósitos enunciados, en lo que concierne al fomento de los depósitos de ahorro y a una prudente política de crédito, el Banco ha seguido de cerca el problema que puede suscitarse en algunos casos como consecuencia del costo de los nuevos depósitos y, de ser necesario, dará a los bancos oportunidad de efectuar inversiones adicionales en Certificados de Custodia de Oro y Divisas y de Participación en Valores Nacionales.

### 103. FACULTADES QUE CONVENDRIA OTORGAR AL BANCO CENTRAL

Sin desconocer los satisfactorios resultados alcanzados hasta el momento actual, es evidente que, a fin de controlar con mayor eficacia el volumen del crédito, el Banco Central tendría que estar

facultado para elevar o disminuir el efectivo mínimo de los bancos. Esta facultad, solicitada reiteradamente, cabe dentro de las medidas de carácter anti-inflacionista que estipula el decreto N° 2.505 del 2 de febrero de 1945.

En cuanto a la absorción directa de fondos en el público, se ha visto la amplitud de los recursos con que cuenta el Banco Central. Pero existen algunos otros arbitrios que podrían ser eficaces y cuya implantación requeriría nuevas normas legales, como es el caso de un plan de venta anticipada de divisas que, contra entrega inmediata del equivalente en pesos, diera a los importadores seguridad de poder contar en el momento oportuno, para sus compras al exterior, con el cambio necesario a un tipo ya estipulado.

### 104. LOS PROBLEMAS MONETARIOS Y ECONOMICOS DE LA POSGUERRA

La decisiva transformación que al terminar el conflicto bélico se producirá en las condiciones imperantes en el mundo podrá tener para la Argentina repercusiones tan hondas como las que ha determinado la situación creada por la guerra.

El Banco Central ha considerado conveniente ir exponiendo en sus últimas memorias su opinión sobre las medidas que parece prudente adoptar en la posguerra, tanto en el terreno monetario como en otras materias que, aun cuando no competen específicamente al Banco, era necesario examinar para ofrecer un panorama completo de la situación.

Si bien el formular hipótesis sobre las condiciones que prevalecerán una vez terminada la contienda es tarea difícil y llena de riesgos, resulta indispensable, en estos momentos en que parece aproximarse el cese de las hostilidades, analizar más detenidamente las distintas situaciones que razonablemente pueden presentarse y señalar a tiempo las soluciones adecuadas. A fin de contribuir a ese propósito, retomamos algunas cuestiones que, analizadas en años

anteriores, pueden considerarse ahora a la luz de mayores elementos de juicio.

En los problemas que presumiblemente nos traerá la posguerra, habrá dos aspectos fundamentales: el monetario y el económico. Aunque uno y otro se vinculan estrechamente y solo por abstracción es posible aislarlos, conviene considerarlos separadamente para facilitar el análisis.

### 105. EL BALANCE DE PAGOS Y LA SITUACION MONETARIA

La repercusión de los factores externos sobre el aspecto monetario dependerá naturalmente del resultado que arrojen nuestras cuentas internacionales.

En los años inmediatos a la terminación de la guerra, parece probable que nuestros productos encuentren fácil colocación en el exterior y que, por lo tanto, su valor se mantenga o aumente.

Si a la vez siguen existiendo dificultades para que nuestros proveedores nos envíen mercaderías en la medida que necesitamos, el balance de pagos podría continuar arrojando saldos positivos. Mientras durara esa situación, el problema monetario se agravaría, pues vendrían a agregarse nuevos medios de pago a los que ya graviten activa o potencialmente sobre los precios. Para contener el alza de los precios, el país se vería obligado a continuar aplicando las medidas monetarias, financieras y económicas a que nos hemos referido en la primera parte de este capítulo.

Si, en cambio, a poco de terminada la guerra las importaciones alcanzan gran volumen, el balance de pagos, podría tornarse negativo<sup>60</sup>. En este caso, entre las cuestiones a considerar en el

<sup>60</sup> Por supuesto, influirá también en los resultados del balance de pagos el movimiento de los capitales. Pero hemos excluido de estas consideraciones, para mayor simplicidad, los efectos que podrían producir los retiros de fondos, teniendo en cuenta su limitada magnitud frente al monto de las divisas acumuladas y lo dicho anteriormente (págs. 195-196) que corresponde a la Memoria de 1942.

terreno monetario estarán las que se vinculan con una posible deflación interna y aquellas que conciernen al agotamiento de las reservas monetarias acumuladas por el país durante los años de la guerra. La intensidad con que se presenten unas y otras dependerá, por supuesto, de la magnitud y de la continuidad con que se manifieste el desequilibrio de nuestras cuentas internacionales.

### 106. PODRA EVITARSE UNA DEFLACION INCONVENIENTE

Si el proceso de deflación determinado por la cancelación de medio circulante activo que se utilice para el pago de las divisas llegara a tener efectos inconvenientes para la economía del país, se cuenta para impedirlo con una organización monetaria y bancaria que dispone de los recursos adecuados.

Para compensar mediante la inyección de nuevos fondos aquellos que se anulen por efecto del balance de pagos negativo, el Banco Central podría, en primer término, devolver al mercado medios de pago que hubiera absorbido durante el período de alza de precios y luego estimular la expansión de los préstamos bancarios aplicando al efecto, si fuera necesario, el redescuento. Todo ello, por cierto, en estrecho acuerdo con una política fiscal adecuada, necesario en todo momento para que la política monetaria sea eficaz.

Por último, cabría dar mayor liquidez al mercado monetario y evitar, a la vez, cualquier perturbación en la bolsa de valores con operaciones de mercado abierto, que podrán realizarse sobre bases orgánicas y con toda la amplitud requerida si se otorgan al Banco las facultades que ha solicitado.

Los medios para actuar son, como se ve, abundantes, y resultarán tanto más eficaces cuanto mayor sea el esfuerzo que se

haya realizado para contener el alza de los precios.

### 107. LA UTILIZACION DE LAS RESERVAS ACUMULADAS

El otro problema monetario que afrontaría el país en caso de ser negativos sus balances de pago se vincula con la utilización de las reservas monetarias que hemos acumulado en estos años.

Para apreciar debidamente la importancia de las cuestiones que en este aspecto pueden presentarse, conviene advertir que de los m\$.n. 2.940 millones en que se han acrecentado dichas reservas entre fines de 1939 y 1944, m\$.n. 1.082 millones corresponden a libras esterlinas en cuenta especial que por ahora solo pueden emplearse para pagos dentro del área esterlina y cuyo empleo está supeditado en cierta medida, por consiguiente, a las posibilidades del Imperio Británico de enviarnos mercaderías en exceso de lo que nos siga comprando. En divisas de libre disposición, el país dispone de unos m\$.n. 1.879 millones por encima de las que tenía al iniciarse la guerra.

La utilización de esas divisas para cubrir saldos negativos de nuestras cuentas con el exterior no puede constituir motivo de preocupación, pues, como ya hemos dicho en otras oportunidades, esas reservas están precisamente para ser empleadas cuando las circunstancias lo requieran.

No es, por lo tanto, el agotamiento en sí de las divisas acumuladas lo que puede tener consecuencias inconvenientes, sino el ritmo con que se empleen y, sobre todo, la forma en que se apliquen. El país cuenta con un mecanismo de control de cambios que tiene toda la flexibilidad necesaria para adaptarse fácilmente a las distintas situaciones que puedan presentarse y que ha de permitir distribuir el cambio, tal como se ha hecho en el pasado, teniendo en cuenta las necesidades más urgentes dentro de la estructura económica, es decir, dando preferencia a los abastecimientos indispensables para la industria, los transportes y los

artículos de gran consumo popular que no se producen en el país en cantidades suficientes.

### 108. LA INDUSTRIA NACIONAL Y LA COMPOSICION DE LAS IMPORTACIONES

En el terreno económico pueden presentarse problemas aun cuando los resultados de nuestras cuentas internacionales no se tornen negativos. Es en efecto la composición de las importaciones, más que su volumen, lo que podría originar perturbaciones.

Según hemos explicado en la primera parte de este capítulo, para sortear con buen éxito las dificultades derivadas de la crisis de abastecimientos externos, el país ha debido recurrir a un empleo intenso de sus fuerzas de trabajo y de sus recursos naturales, y hoy, con un elevado nivel de réditos monetarios, está prácticamente en plena ocupación.

El desarrollo industrial del país se ha realizado en su mayor proporción sobre la base de una expansión de lo que ya se producía antes de la guerra y, en menor medida, en ciertas producciones que en épocas normales no podrían haberse encarado por razones de costo, pero que resultaron viables a favor de la carestía del producto y del mayor volumen de réditos de la población consumidora. Pero unas y otras han ido experimentando en los últimos años alzas en sus costos de producción, como consecuencia de la elevación general de los precios de las materias primas, combustibles y salarios y de la política social.

En todas estas transformaciones de la estructura general de la industria y de los precios y costos, hay, sin duda, mucho de artificial que habrá de corregirse, pero también mucho que deberá quedar como definitivo, so pena de desandar lo andado, con las graves consecuencias que ello puede traer tanto desde el punto de vista económico como desde el social.

Es evidente que de los precios y cantidades de los artículos a importarse dependerá la forma en que algunas de nuestras ac-

tividades internas se vean afectadas por la reanudación de las corrientes de importación.

Hay opiniones muy encontradas sobre cuál será después de la guerra el curso de las cotizaciones que regirán en el mercado mundial para los productos que constituían nuestras importaciones en la preguerra y cuál la política comercial que seguirán nuestros principales proveedores.

Mientras duren las circunstancias anormales del período de transición y llegue el momento de decidir cuál ha de ser la actitud definitiva del país frente a la expansión industrial registrada en el último quinquenio, parecería prudente aplicar una política que evite una posible depresión económica.

No debe inferirse que esa política se haya de traducir en una reducción del valor global de las importaciones. Es obvio que para poder vender —y nuestra producción reclama colocación en el exterior— es necesario comprar. Pero dar preferencia a la introducción de artículos esenciales no es limitar sino solo escoger lo que resulte más provechoso para los intereses generales del país. Claro está que en la aplicación de esa política ha de evitarse toda medida que pueda quitar incentivo a las reducciones de costos y a la mejora de la organización técnica de la industria.

Según sean los procedimientos que se decida aplicar para lograr los objetivos apuntados, éstos serán de competencia de distintos organismos del Estado. Pero en cualquier caso deberán completarse con una política monetaria y crediticia dirigida hacia los mismos fines, lo que impone la necesidad de una inteligente y estrecha coordinación, a la cual el Banco Central ha de prestar, como hasta ahora, su más decidido apoyo.

## 109. HABRA SOLUCION PARA LOS PROBLEMAS DE POSGUERRA

Es indudable que la situación económica y monetaria dependerá en gran parte del éxito que alcancen en la práctica los

diversos acuerdos internacionales sobre problemas de posguerra que ocupan en estos momentos la atención del mundo.

Pero el rápido análisis que hemos hecho habrá permitido apreciar que las dificultades de los años inmediatos a la terminación de la guerra no son de ningún modo insolubles y que, si hay adecuada coordinación entre la política fiscal y la monetaria, si se intensifican a tiempo las medidas apropiadas para combatir el alza de los precios y se está alerta frente a los acontecimientos a fin de evitar, mediante la aplicación de las medidas esbozadas en esta Memoria u otras que las circunstancias exijan, los trastornos que sobre la economía argentina podría tener la situación de inestabilidad por que ha de pasar el mundo, el país estará preparado para sortear sin tropiezos los nuevos escollos que el futuro le depare.

No debe olvidarse que acicateado por las dificultades del último quinquenio, el país, en su afán de superarlas, ha crecido y ha mejorado su estructura económica, ahora más equilibrada. De ello y de una apreciación adecuada de sus recursos materiales y humanos debe derivarse una prudente confianza frente a las incertidumbres del porvenir.

Libro 2

**ANALISIS  
DE LA EXPERIENCIA  
MONETARIA ARGENTINA  
(1935 - 1943)**

**POR EL Dr. RAUL PREBISCH**

(CONVERSACIONES  
EN EL BANCO DE MEXICO S.A.  
EN EL AÑO 1944)

Libro 1

ANÁLISIS  
DE LA EXPERIENCIA  
MONETARIA ARGENTINA  
(1933-1945)  
POR EL DR. RAÚL PREBISCH

EN EL INSTITUTO DE ECONOMÍA  
EX EL PERIODO DE 1933-1945  
POR PREBISCH

Parte  
Primera

ASPECTOS  
PRELIMINARES

## INTRODUCCION

1. NECESIDAD DE UNA POLITICA MONETARIA Y FINANCIERA AJUSTADA A LA REALIDAD ARGENTINA
2. PLAN DE CONVERSACIONES

## 1. NECESIDAD DE UNA POLITICA MONETARIA Y FINANCIERA AJUSTADA A LA REALIDAD ARGENTINA

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

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

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

Viendo los problemas de mi país a la luz de la experiencia

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

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

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

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

## 2. PLAN DECONVERSIONES

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

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

Con ello habremos examinado una de las funciones importantes que corresponden al Banco Central argentino, o sea la de regular la moneda y el crédito. Otra de sus funciones es la de servir como agente financiero y consejero del Gobierno, función cuya ejecución describiremos una vez completada la exposición anterior. Y, finalmente, haremos una breve mención de la tercera

función importante del Banco Central, relativa a la inspección de los establecimientos de crédito y la vigilancia del cumplimiento de la Ley de Bancos. Para terminar nuestras conversaciones, haré una referencia general a las tareas de investigación e información económica que realiza el Banco Central, tanto para trazar su propia política como para colaborar con el Gobierno Nacional, tareas a las que desde el primer momento atribuyo una importancia muy explicable, dada la orientación de la política monetaria del Banco Central.

## Capítulo II

### ALGUNOS ANTECEDENTES Y PROYECTOS DE CREACION DE UN BANCO CENTRAL

3. LA CRISIS MUNDIAL
4. FRACASO DEL ANTERIOR SISTEMA MONETARIO
5. NECESIDAD DE SANEAR LA SITUACION BANCARIA
6. NECESIDAD DE SANEAR EL MERCADO FINANCIERO
7. DISPERSION DE LOS ELEMENTOS DE UN BANCO CENTRAL
8. QUIEBRA DE LA CONFIANZA
9. ALGUNOS PROYECTOS ANTECEDENTES
10. EL PROYECTO NIEMEYER

### 3. LA CRISIS MUNDIAL

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

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

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

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

Cuarto: Dispersión de los elementos de la política monetaria y financiera: Caja de Conversión, Banco de la Nación Argentina, Oficina de Control de Cambios y Tesoro Nacional; necesidad de reunirlos y sistematizarlos; y, finalmente,

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

#### 4. FRACASO DEL ANTERIOR SISTEMA MONETARIO

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

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

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

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

blico.

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

En el último balance de 1935, de la Caja de Conversión, contra los 1.215,7 millones de billetes emitidos, figura el siguiente activo: Oro, 561 millones; Títulos Públicos, 145,3 millones; Redescuento, 216,4 millones; Descubierto por Emisiones del siglo pasado, 293,0 millones.

#### 5. NECESIDAD DE SANEAR LA SITUACION BANCARIA

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

considerable de las operaciones bancarias del país, al cual las circunstancias obligaron a tomar estas funciones de redescuento. El Banco de la Nación Argentina tiene también inmovilizaciones y sufre quebrantos, si bien ampliamente cubiertos estos últimos por su fuerte capital y reservas, a los que se agregaban los préstamos al Gobierno Nacional para cubrir el déficit del presupuesto y los préstamos a los bancos que acabamos de mencionar.

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

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

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

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

## 6 NECESIDAD DE SANEAR EL MERCADO FINANCIERO

Desde 1931 hasta 1935 se realiza la tarea de saneamiento de las finanzas públicas; se restringen severamente los gastos; se crean nuevos impuestos, y se convierte la deuda pública. Lo más apremiante de la deuda flotante del Tesoro se paga primero con un empréstito que, en parte, se coloca entre el público y en parte

se cauciona en la Caja de Conversión, dando lugar a la emisión de billetes, según se ha visto. El resto de esta deuda flotante, que pesa principalmente sobre los bancos, se liquida después con parte del producto de la revaluación del oro, al crearse el Banco Central.<sup>61</sup>

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

## 7. DISPERSION DE LOS ELEMENTOS DE UN BANCO CENTRAL

Antes de la creación del Banco Central habían funcionado ya en forma dispersa algunos de los elementos que corresponden a una institución reguladora de esta naturaleza. En efecto, el Banco de la Nación Argentina prestaba a los bancos mediante el redescuento y prestaba además al Tesoro, desempeñando funciones primarias de agente financiero; todo ello a expensas de los recursos de que disponía para cumplir sus funciones específicas de banco comercial, agrario e industrial. La Caja de Conversión emite contra oro, contra documentos comerciales y contra títulos del Estado. El Tesoro coloca precariamente sus títulos y papeles y atiende directamente el pago de sus servicios; maneja, además,

<sup>61</sup> La revaluación del oro y la ganancia por moneda subsidiaria al crearse el Banco Central produjeron 701 millones, de los cuales 390 se destinaron al Instituto Movilizador; 301 al pago de la deuda flotante del Tesoro y 10 millones al pago de las acciones del Gobierno en el Banco Central.

un incipiente Fondo de Divisas para regular los cambios por intermedio del Banco de la Nación. La Oficina de Control de Cambios, aparte de sus relaciones con importadores y exportadores, controla los movimientos de divisas de los bancos; su política tiene importantes repercusiones monetarias. Todas estas funciones, excepto aquella parte de las tareas de la Oficina de Control de Cambios relacionadas con los importadores y exportadores, pasan a ser los elementos constitutivos del Banco Central en 1935.<sup>62</sup>

## 8. QUIEBRA DE LA CONFIANZA

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

## 9. ALGUNOS PROYECTOS ANTECEDENTES

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

<sup>62</sup> El resto de las tareas del Control de Cambios pasó al Banco Central en 1941.

Hay varios proyectos de bancos de emisión; uno de ellos de carácter oficial, que envía el Presidente Irigoyen en 1917 al Congreso Nacional y que éste no considera. A la posibilidad de estudiar la creación de un banco central alude por primera vez la Oficina de Investigaciones Económicas del Banco de la Nación en un documento de 1929, impresionada por el cierre de la Caja de Conversión y el curso que había tomado el descenso cíclico. El Presidente del Gobierno Provisional, en enero de 1931, se pronuncia públicamente a favor de la creación del banco central, en pleno desarrollo de la crisis. Algunos meses más tarde, el Ministro de Hacienda Uriburu proyecta uno basado en la revaluación del oro. Este proyecto sigue en su estructura los lineamientos generales del que había sido preparado por Sir Otto Niemeyer para el Brasil algún tiempo antes.

## 10. EL PROYECTO NIEMEYER

El Ministro de Hacienda Hueyo que había formado parte de la Comisión que proyectó el banco central bajo el Ministerio de Uriburu abandona la idea de la revaluación del oro y se limita a proyectar una Ley de Bancos y algunas reformas a la Ley de Redescuentos destinadas a facilitar fondos a los bancos con inmobilizaciones. Al mismo tiempo solicita el asesoramiento de Sir Otto Niemeyer, del Banco de Inglaterra; quien a comienzos de 1933 elabora un proyecto de banco central y otro de Ley de Bancos. En 1934 llega al Ministerio el doctor Pinedo y emprende la reforma del régimen de moneda y bancos. Los proyectos que envía al Congreso se ajustan a los de Sir Otto Niemeyer en su estructura y disposiciones técnicas; hay, sin embargo, diferencias fundamentales de concepción de la política bancaria, tanto en lo que concierne a la situación bancaria presente, como el desarrollo futuro de esa política. Veamos en qué consisten estas diferencias:

En cuanto a la situación bancaria, los proyectos de Niemeyer no preconizan medida alguna de saneamiento; en cambio, los nuevos proyectos crean con este objeto el Instituto Movilizador con

fondos de la revaluación del oro, según se ha visto. Se consideraba esencial el saneamiento bancario para que el Banco Central principiara a funcionar sin tropiezos ni desviaciones. En cuanto a la deuda flotante, mientras los nuevos proyectos acuden también a la revaluación para pagarla, el proyecto de Niemeyer propone, por el contrario, utilizar 130 millones de fondos del Tesoro para amortizarla y una parte de los beneficios del Banco Central.

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

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

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

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

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

*Quinto:* Mientras los nuevos proyectos del Gobierno, teniendo en cuenta la índole de las carteras bancarias y las modalidades de nuestros bancos, admite el redescuento de papel de una sola firma, más la firma del banco que redescuenta, el proyecto de

Niemeyer exige dos firmas independientemente de la banca y elimina el papel industrial del redescuento.

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

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

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

Parte Segunda

EL CONTROL DE CAMBIOS

**BASES  
DE  
ANALISIS**

- 11. CARACTERISTICA GENERAL DEL CONTROL DE CAMBIOS
- 12. SISTEMA DE EXPOSICION

## 11. CARACTERÍSTICA GENERAL DEL CONTROL DE CAMBIOS

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

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

El sistema ha sido manejado con aciertos y errores que vamos a puntualizar después. Gracias a la experiencia derivada de su aplicación, puede decirse que hoy nuestro país tiene en sus manos un instrumento que sin duda le ha de ser necesario, si no indispensable, en los primeros tiempos de la posguerra. Más aún, acaso podría llegar él a ser de uso permanente, y aplicarse con mayor o menor intensidad, en forma intermitente y no continua, según las condiciones, como elemento complementario de la política monetaria del Banco Central. Acaso el control de cambios en una forma elástica y muy atenuada en algunos de los rasgos más crudos del sistema anterior, pueda llegar a ser un instrumento valioso que nos permita establecer en un país de la fisonomía económica de la

Argentina, un compromiso razonable entre el sistema rígido del patrón oro, que hemos visto que sometía a la economía del país a grandes e intensas fluctuaciones, y el régimen de la moneda inconvertible, depreciada y fluctuante, que tiene también sus graves inconvenientes.

## 12. SISTEMA DE EXPOSICION

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

## Capítulo IV

### ACONTECIMIENTOS QUE IMPUSIERON EL CONTROL DE CAMBIOS

- 13. ABANDONO DEL PATRON ORO EN 1929
- 14. MEDIDAS ORTODOXAS CONTRA LA CRISIS

### 13. ABANDONO DEL PATRON ORO EN 1929

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

Pasamos muy fugazmente por este régimen de patrón oro, pues en 1929 hubimos de abandonarlo; ya después de invertirse el proceso cíclico y salir el oro del país hasta terminar con todo el que había entrado anteriormente, se cierra la Caja de Conversión. Así entramos en un régimen de inconversión en el que se exporta oro sólo para atender los servicios de la deuda pública. En 1931, la caída de los precios internacionales, por un lado, afecta en tal forma el valor de nuestras exportaciones, que se empieza a sentir una escasez considerable de cambios, mientras que, por otro, las importaciones continúan a un alto nivel debido a la expansión de crédito. Así, pues, no obstante el cambio político producido a fines de 1930, que momentáneamente da más confianza con respecto al valor del peso, éste continúa despreciándose. ¿Qué hace el gobierno para atacar este mal de la depreciación que tanto preocupa al país en esos momentos? Pues tomar las típicas medidas ortodoxas que la buena doctrina recomendaba para casos similares: primero, equilibrio del presupuesto, con una severa restricción de los gastos y aumento de

los impuestos; aumento de los derechos de aduana con el doble propósito de dar mayores ingresos al fisco y de acelerar la compresión de las importaciones; en seguida se crean el impuesto a los réditos y otros tributos. En materia monetaria, no obstante que la Caja de Conversión está cerrada, a principios de 1931 se sigue una política resuelta de exportar oro para mantener el valor de la moneda.<sup>63</sup> La disminución de los efectivos de los bancos provocada por la salida de metálico los lleva a la restricción del crédito.

#### 14. MEDIDAS ORTODOXAS CONTRA LA CRISIS

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

También esta política ortodoxa de exportar oro se basaba en la posibilidad de hacer un gran empréstito en Francia, es decir, en recurrir a otra de las recetas clásicas. Efectivamente, en esos primeros meses estaban muy adelantadas las negociaciones para conseguirlo; pero en el mes de abril se produce en nuestro país una gran crisis política, porque el nuevo Gobierno, que creía tener el apoyo popular, es derrotado en la Provincia de Buenos Aires por el partido que meses antes había sido desalojado del poder. Esto

<sup>63</sup> Las llamadas con asterisco según se ha señalado ya, en la página VII, corresponden a las notas finales de cada parte.

trae una situación tal de desconfianza y produce tal sacudimiento psicológico, que no tardamos en sentir inmediatamente las consecuencias sobre el peso argentino: una gran especulación y fuga de capitales.

Desaparecen por completo las posibilidades de empréstitos. Nadie quiere prestar en esas condiciones políticas del país. Al mismo tiempo, la situación económica empeora y no permite recurrir a ninguna fuente de crédito.

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

Antes de ver en qué consiste el sistema, será interesante examinar rápidamente las cifras de nuestras tenencias metálicas. En enero de 1926, al iniciarse la fase ascendente, teníamos un equivalente de 1.080 millones de pesos papel (equivalente a la par; todas las cifras que doy se basan sobre la antigua paridad); en junio de 1928 llegamos a 1.491 millones, punto éste el máximo. Ahí comienza el descenso: al cerrarse la Caja de Conversión, teníamos 1.047 millones, o sea algo menos que lo que teníamos antes. Comprobación de lo que se dijo acerca de nuestro proceso cíclico: generalmente sale más oro del que ha entrado. El proceso continúa: después, en diciembre de 1930, pasamos a 989 millones, en diciembre de 1931, a 600. (Quiere decir que, para 1931, el costo de haber pretendido mantener el valor de la moneda era de

389 millones de pesos). Al iniciar sus funciones el Banco Central, en 1935, teníamos 561 millones contra 1.080 diez años antes. Esto nos da una idea de la intensidad con que la crisis afecta al sistema monetario y permite comprender el estado de ánimo en que el gobierno se vio arrastrado a implantar el sistema de control.

## Capítulo V

### LAS CINCO FASES

### DEL SISTEMA DE CONTROL

#### 15. ASPECTOS CONCEPTUALES

16. PRIMERA FASE: FIJACION DE UN TIPO RIGIDO
17. SEGUNDA FASE: MODIFICACION DEL SISTEMA ORIGINAL
18. TERCERA FASE: AFLOJAMIENTO DE LAS RESTRICCIONES
19. CUARTA FASE: RECRUDECIMIENTO DE LAS RESTRICCIONES
20. QUINTA FASE: DESAPARICION DEL CONTROL DE IMPORTACIONES

## 15. ASPECTOS CONCEPTUALES

En la evolución del sistema de control pueden distinguirse claramente cinco etapas, que mencionaré en seguida para mayor facilidad de mi exposición. Estas cinco etapas están, desde luego, vinculadas en forma muy íntima a la mayor o menor cantidad de divisas que tiene el país y a la experiencia que se va obteniendo en la aplicación del sistema. La primera etapa es la de la improvisación; no se sabe bien cómo administrar el sistema y se tiene la idea primitiva que suele tenerse cuando se comete un problema de esta naturaleza por primera vez: fiscalizar todo, controlar todas las transacciones para no dejar un solo resquicio por donde se pueda filtrar movimiento alguno de divisas. El sistema fracasa, como veremos después.

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

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

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

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

## 16. PRIMERA FASE: FIJACION DE UN TIPO RIGIDO

1º. *El control total.* — Vamos a comenzar nuestro examen con el estudio de la primera fase del Control de Cambios. Como he dicho, el gobierno dispuso que todas las transacciones de cambio pasaran por un organismo llamado Comisión de Control de Cambios ante la cual tenían que ventilarse todos los permisos para remitir fondos al exterior. Estábamos tan privados de experiencia en esa materia, y en materia de cambios en general, que fue necesario integrar esa comisión con dos miembros extranjeros: los argentinos hasta entonces no habían prestado mayor atención a esos problemas.

En cuanto concierne a la oferta de cambio, se disponía que los exportadores quedaban obligados a entregar todo el cambio proveniente de sus exportaciones, a medida que las fuesen realizando. Ya se habían notado frecuentes actos de especulación de los exportadores, que previendo una mayor desvalorización del peso, retenían su cambio para lanzarlo luego al mercado, una vez acentuada la depreciación. De manera que la primera reacción fue la de obligarles a entregar a la Comisión la totalidad de su cambio, calculado según el valor que ellos declaraban. En cuanto a los importadores, podrían seguir haciendo sus pedidos al exterior en la forma habitual, pero se racionó el pago de las impor-

taciones. Cuando el importador tenía que hacer éste, debía dirigirse a la Comisión de Control y solicitar un permiso, la cual lo otorgaba distribuyendo entre los importadores y demás remitentes de fondos el cambio que los exportadores entregaban en el día.

2º. *Estabilización artificial del valor de la moneda (tipo de cambio rígido).* — No fue el objeto primitivo establecer un tipo rígido de cambio; por el contrario, la primera idea fue ir estableciendo un tipo de acuerdo con la oferta y la demanda: el tipo de cambio se establecía según fuese más o menos grande la cantidad de cambio entregada por los exportadores y la demanda de los importadores, empresas extranjeras y remitentes particulares. Mas esa situación duró muy poco. En seguida sobrevino la tentación de fijar el tipo, de estabilizar artificialmente el valor de la moneda y de suprimir las fluctuaciones. Y así se hizo, solo que fijando, en realidad, un tipo muy inferior a lo que las circunstancias del mercado aconsejaban. Fue un tipo artificialmente bajo para el dólar. Las consecuencias de esta operación no tardaron en sentirse. Para que se pueda mantener un precio bajo, ya sea el de una divisa o el de cualquier mercadería, es necesario racionar estrictamente la escasa cantidad de que se disponga para su compra. No se hizo así en este sistema; no se racionó previamente la importación, sino su pago. ¿Qué ocurrió entonces? En primer lugar, el tipo bajo del dólar estimuló la importación. De haberse puesto un tipo más alto, la importación se hubiera comprimido. Al ponerse un tipo bajo, se la estimuló con una prima de cambio, y así se pudo observar que, en 1932, no obstante que continuaba la baja de precios internacionales y, por lo tanto, la contracción de las exportaciones, las importaciones tendían a volver a crecer.

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

3º. *Inexperiencia e improvisación.* — En cuanto respecta al funcionamiento administrativo del sistema, se tuvo que pasar por to-

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

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

4º. *Incidencia desastrosa de la baja de precios.* — Vamos a ver ahora las consecuencias de este régimen, que duró desde fines de 1931 hasta fines de 1933. No repetiremos lo que se dijo acerca del tipo artificialmente bajo para el dólar. Lo más grave fue que al estabilizar la moneda en esta forma artificial, en momentos en que continuaba acentuadamente la baja de los precios-oro en el mercado universal, se hacía incidir sobre la economía interna toda la baja; así, el nivel de precios agropecuarios llegó a fines de 1932 a ser la mitad de lo que había sido en 1926. Fueron muy grandes las perturbaciones provocadas por este hecho. A la protesta creciente de la campaña, había que añadir también las consecuencias de la baja de los precios industriales. Nuestra incipiente industria comenzó a sentir las intensamente; y el fenómeno de la desocupación, pro-

vocado por ello y por la falta de poder de compra de la campaña, se manifestó en forma muy adversa.

Además, comenzaron a bloquearse los fondos, puesto que al estimularse la importación, según se ha visto, y no encontrar luego el cambio necesario para cubrirlas, empezó a acumularse una demanda atrasada de cambio.<sup>3\*</sup>

5º. *La bolsa negra de cambio.* — Finalmente, se desarrolló, como tenía que suceder, el mercado negro de cambios, la bolsa negra. Todo aquel que no podía lograr el cambio necesario para pagar íntegramente su importación, o para remitir el pago de servicios, o para hacer remesas particulares, en seguida se encontró con que algún exportador o negociante estaba dispuesto a venderle divisas en la bolsa negra. O alguien que quería remitir dinero a la Argentina, invertir capital, también vendía divisas a precios altos en el mercado clandestino. Y así vimos el desarrollo rápido del mercado negro, con todas las consecuencias, muy desfavorables, que tiene este fenómeno. En primer lugar, la competencia desleal: el importador que espera quedar en condiciones inferiores que el importador impaciente que acude al mercado negro. El exportador que vende cambio en el mercado oficial lo está que aquel otro que vende una parte en el mercado negro, y así se va propagando este procedimiento y afectando hondamente al régimen de control, haciéndole perder la autoridad indispensable, sin la cual un sistema de esta naturaleza no puede aplicarse eficazmente.

## 17. SEGUNDA FASE: MODIFICACION DEL SISTEMA ORIGINAL

1º. *Nuevas ideas.* — Así llegamos a noviembre de 1933, en que llega al Ministerio de Hacienda el Dr. Pinedo con nuevas ideas sobre el problema de los cambios, e inicia una serie de reformas muy importantes que nos hacen entrar en la segunda fase de las cinco en que habíamos dividido esta evolución. Los tres puntos fundamentales de la reforma fueron: primero, el establecimiento de un permiso previo para la importación. Ya no se podría importar lo que se quisiera, sino lo que la autoridad cambiaria daría median-

te permisos, en función de las disponibilidades de divisas del país. Segundo, se abandona el propósito del control absoluto y se dice más modestamente: vamos a controlar lo que la práctica nos enseña que puede controlarse y lo demás se deja afuera, en un mercado completamente libre. El tercer punto, fue el desplazamiento de los tipos de cambio. Se abandona ese tipo artificialmente bajo y se busca otro nivel más de acuerdo con las circunstancias.

2º. *Los dos mercados de cambio.* — Vamos a ver en qué consiste esta reforma: Primero, el mercado libre. ¿Qué se hizo para evitar la bolsa negra? La respuesta fue sencilla: legalizarla, dar autorización para que se haga públicamente lo que no se puede evitar que se haga en la obscuridad. Así se divide el sistema en dos mercados: el mercado oficial y el mercado libre. Vamos a ver qué es lo que se autoriza a negociar en cada uno de ellos. En el mercado oficial, los exportadores siguen obligados a vender su cambio, pero ya no el monto total, sino una parte. La realidad demostró que era prácticamente imposible determinar el verdadero valor aun el de las exportaciones de productos con mercado universal, porque un exportador podría hacer mil maniobras, tanto más en las exportaciones que están controladas por combinaciones, como son las de la carne. Entonces se decidió fijar un aforo por unidad física de producto. Este aforo era un precio oficial de venta, muy cercano al real, pero que, en todo caso, se prefería fijar abajo del real y no en exceso de él. El exportador quedaba obligado a vender la parte correspondiente al aforo y el resto podía negociar —y lo negociaba— en el mercado libre.

En esta forma, si bien es cierto que se perdía para el mercado oficial una parte del cambio, éste no se perdía para el país. El cambio se negociaba en el mercado libre, y como todos los exportadores estaban en igualdad de condiciones, la fracción que se vendiera a precios más altos en el mercado libre tenía necesariamente que influir en el nivel de precios internos de los productos por el juego de la competencia. Los exportadores tenían que vender sus divisas en el mercado oficial, pero no todas; solo las derivadas de las exportaciones que el país hacía habitualmente, es decir, las de sus grandes productos. Había otras exportaciones de carácter menos regular, esporádicas, de productos de pequeña im-

portancia, resultantes de la acción de grupos o entidades que trataban de abrirse nuevos mercados. Con respecto a ellas, se resolvió no controlar el cambio, tanto por razones de carácter económico, para estimularlas con un mejor tipo, como para no perderse en detalles y controles inagotables, acerca de su verdadero valor. Se autorizó así a vender en el mercado libre las divisas de estas exportaciones “no regulares”.

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

De manera, pues, que el mercado oficial se alimentaba, en cuanto a la oferta, por una parte importante del valor de las exportaciones tradicionales del país. En cuanto a la demanda, por las importaciones con permiso previo y los servicios financieros a los países con convenio de cambios.

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

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

3º. *Los tipos de cambio en el mercado oficial.* — En el mercado oficial se establecen dos tipos de cambio: el tipo de 15 por

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

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

En cuanto al mercado libre, dije que se había fijado, por la oferta y la demanda, en los primeros tiempos, un tipo hasta de 21 pesos por libra esterlina; luego bajó y osciló alrededor de 20. Veán ustedes la intensidad de la depreciación que el tipo rígido no había permitido manifestarse: de 12,85 se pasó en el mercado libre al de 20. Es cierto que el mercado libre sólo representaba una pequeña parte de las transacciones fundamentales.<sup>6\*</sup>

4º. *Sentido de transitoriedad.* — No se pensó a fines de 1933 en que éste sería un sistema de mucha duración. Al contrario, el propósito que tenía el gobierno era ir pasando, poco a poco, elementos del mercado oficial al libre, hasta poder llegar, algún día, al mercado libre completo. Paso de importancia que deseaba darse sinceramente, en la creencia de que sobrevendrían condiciones favorables. Ya veremos que no fue así.

El mercado libre fue después la verdadera válvula de escape del mercado oficial, y eso es lo que permitió la desaparición total del mercado negro y del bloqueo de fondos. Pero a pesar de ser libre, el gobierno no se desentendió de él por completo, sobre

todo a partir de la creación del Banco Central. Este empezó a operar en el mercado, no en forma de permisos, sino de compras y ventas de cambio —como vamos a ver en seguida— y tuvo, y ha seguido teniendo, una intervención muy marcada.

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

5º. *La influencia sobre los precios.* — Vemos, además, la influencia que tuvo sobre los precios agropecuarios la depreciación de la moneda, o, más bien dicho, el haber permitido que la depreciación latente se manifestara concretamente en los hechos. El tipo comprador de 15 pesos por libra significa más o menos una apreciación de 20 % de la libra. Los precios de exportación subieron aproximadamente en la misma proporción. El nuevo tipo vendedor para las importaciones significaba una apreciación de la libra de cerca de 40 %; los precios de importación subieron en cerca de 17 %. La razón es muy sencilla: el precio interno de las importaciones está compuesto de una parte exterior, en moneda extranjera, y de una parte interior, más o menos grande, en moneda nacional, derechos de aduana, utilidad del importador, etc., de tal manera que la incidencia sobre la importación fue menor. Y es interesante ver lo que ocurre con el índice del nivel general de precios al mayoreo: sube también con la depreciación y llega a un nivel apenas inferior en 5 % al de 1926, mientras el precio del oro había subido en todo ese período en 121 %. Quiere decir que toda la depreciación monetaria argentina apenas neutraliza en el nivel general de precios las consecuencias de la baja drástica de precios habida en el mercado internacional. En el año 34 nuestro nivel es aproximadamente el mismo, una ligera diferencia de 5 % con respecto a 36, mientras el oro vale 121 % más. A pesar de todos estos trastornos monetarios mantenemos un nivel general de precios estable, compuesto por precios agropecuarios más bajos que los anteriores y precios de importación más altos; pero el promedio da esa impresión de estabilidad.

6º. *Eliminación de los fondos bloqueados.* — ¿Cómo se resuelve el problema de los fondos bloqueados? Gran parte de esos

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

(24 de enero de 1944)

### 18. TERCERA FASE: AFLOJAMIENTO DE LAS RESTRICCIONES

1º. *Ajuste del balance de pagos.* — Vimos en la conversación anterior que el sistema de control de cambios tuvo distintas fases en su desenvolvimiento. De esas fases explicamos la primera y la segunda. Ahora nos corresponde entrar en el examen de la tercera.

La forma restrictiva en que se otorgan en los primeros tiempos los permisos previos de cambio y la elevación de los tipos tienen necesariamente que influir de modo muy sensible en el monto de las importaciones. Recordemos en qué medida aumentan los tipos: de 12,85 pesos por libra esterlina a 17 para las importaciones con permisos previos y a cerca de 20 por libra para las importaciones sin permiso previo. A partir de 1935 este tipo de importaciones, que se pagaban por el mercado libre y para las cuales no había dificultades, se gravan con un recargo de hasta 20 por ciento. El recargo se aplica en esta forma: si la diferencia entre el tipo vendedor del mercado oficial en donde se pagan las importaciones con permiso previo y el del mercado libre es inferior a 20 por ciento, se completa esa diferencia con un recargo; de tal modo que, en todo caso, las importaciones sin permiso previo paguen un 20 por ciento más sobre el precio de las divisas que pagan las importaciones con permiso previo. Esta medida adicional de restricción recae principalmente, como veremos después, en las importaciones de Estados Unidos.

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

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

2º. *Nueva fase ascendente.* — A poco andar la situación empieza a cambiar. El país entra a partir de 1935 en una nueva fase ascendente. Y a medida que ella se desarrolla, se van relajando las restricciones cuantitativas que se habían aplicado a la importación y solo se deja actuar a los tipos de cambio. Ya en la Memoria del Ministerio de Hacienda de 1935 se hace referencia a esta transformación y se confiesa que gracias a la evolución satisfactoria del balance de pagos el control de cambios ha pasado a un plano secundario.

Comienza, pues, una nueva fase ascendente con sus conocidas características: aumento del valor de las exportaciones impulsado por un sensible aumento de los precios agropecuarios. En una gráfica se podría apreciar la caída de precios durante la fase cíclica anterior, y luego, a partir de 1935, el gran ascenso. Nos encontramos en un período de ascenso que se manifiesta en curvas con los mismos rasgos que se notaron en otros ciclos: aumento del volumen de exportaciones y, sobre todo, aumento de precios, inversiones de capital a corto y a largo plazo. Las reservas de oro y divisas crecen rápidamente. Cuando se establece el Banco Central en 1935, esas reservas ascendían a 1.345 millones y suben en forma muy marcada a cerca de 2.400 millones a mediados de 1937. El Banco sigue una intensa política de absorción de fondos; y a fin de aprovechar estas divisas y cooperar en esta forma con la po-

lítica de absorción, sugiere al gobierno la repatriación de una parte importante de nuestra deuda pública exterior en dólares. Estas operaciones de repatriación descongestionan el mercado de parte del nuevo poder de compra y reducen simultáneamente el efectivo de los bancos. No me voy a ocupar aquí de esa política de absorción, pero basta decir que gracias a ella los medios de pago durante esta fase ascendente crecen con menos intensidad que la cantidad de oro y divisas.

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

3º. *Los convenios de pago.* — ¿En qué consisten estos convenios? El primero se hace con la Gran Bretaña a mediados de 1933. Recordarán ustedes que bajo el sistema primitivo de control de cambios, se había bloqueado una gran cantidad de dinero, tanto para pago de importaciones, como para pago de servicios financieros. La Gran Bretaña se consideró muy afectada por este bloqueo, que se aplicó a sus remesas y a las remesas de otros países. ¿Cómo es posible —adujo Inglaterra— que se apliquen las restricciones de cambio con igual intensidad a la Gran Bretaña, que deja un fuerte saldo favorable a la República Argentina, que a Estados Unidos y a otros países que le dejan un saldo negativo?

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

Así, pues, cuando va una misión argentina a negociar un tratado de comercio, después de los pactos de Ottawa, los ingleses plantean este asunto. La Argentina, naturalmente, se resiste en los

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

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

las compras de automóviles de los Estados Unidos a la Gran Bretaña para aprovechar los excedentes de cambio. Para lograrlo se estableció un régimen aduanero preferencial, no en apariencia pero sí en el fondo; pero no se tuvo éxito.

Este convenio y los otros que se suscriben nos llevan necesariamente a aplicar restricciones a las importaciones procedentes de Estados Unidos porque en esa época las relaciones de éste con el nuestro se caracterizan por grandes exportaciones y compras, relativamente pequeñas, en la Argentina. De manera, pues, que nos vemos forzados a aplicar restricciones. Al principio se hacen en forma directa, pero luego se ve que es mucho más cómodo desde el punto de vista administrativo negar el permiso para ciertos artículos en el mercado oficial, o darlo en menor cantidad de lo que se pide, y dejar que las importaciones se hagan por el mercado libre para evitar las regulaciones cuantitativas. Y así, Estados Unidos siguió exportando en grandes cantidades a la República Argentina; pero parte de sus importaciones tenían que hacerse por el mercado libre, en donde obraba aquel precio diferencial de 20 por ciento. Esto trajo, como ustedes comprenderán, reclamaciones de toda suerte y una continua polémica entre los dos países con respecto a la política comercial. Se daba más cambio a Estados Unidos cuando sus compras en la Argentina eran mayores, y menos cambio, es decir, proporcionalmente, cuando bajaban sus compras. Hubo momentos en que el otorgamiento de permisos fue muy liberal; hubo otros en que la cantidad de cambio era pequeña y tuvimos, en consecuencia, que acentuar las restricciones. Era difícil, en realidad, frente al régimen de los convenios que habíamos suscrito, salir de esta situación, puesto que facilitar la importación de Estados Unidos nos hubiera llevado fatalmente a comprar menos a la Gran Bretaña y, por tanto, a acumular libras en la cuenta de este último país, que si bien eran convertibles en oro en esa época, se imputaban siempre al convenio y se presentaban en todo caso como un compromiso pendiente de nuestro país.

Por otro lado, esta política restrictiva que se siguió con respecto a Estados Unidos, nos colocó en situación favorable para la negociación de un convenio que se hizo en el año de 1941, en el

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

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

El permiso previo, como dijimos, pierde en esa época su carácter de instrumento de cambios y se convierte en un instrumento de política económica. En la Memoria del Banco Central de 1939 (pág. 13)<sup>64</sup> se comentan estos convenios, con motivo de haberse vuelto más severo todavía el régimen, al establecerse la forma de pago en libras bloqueadas por la Gran Bretaña:

“Mediante los convenios de compensación que se han venido desarrollando a partir de la crisis mundial —dice la Memoria— varias naciones han tratado de hacer gravitar su posición de grandes compradoras de los productos de otros países para asegurarse así sus propias ventas, sea por razones comerciales, de divisas o —en el caso de algunos países europeos— por motivos de política internacional. La experiencia de ellos es suficiente para

<sup>64</sup> Véase págs. 107-108 de este libro.

llegar a la conclusión de que, si en casos individuales, de país a país, este género de compensaciones puede promover al incremento del comercio, desde un punto de vista más amplio su generalización perjudica seriamente el intercambio internacional, al segregarlo en una serie de compartimientos estancos y forzar en ellos las transacciones en procura de su equilibrio bilateral, con las inevitables complicaciones que este régimen trae para el ejercicio regular de la actividad monetaria."

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

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

4º. *Funcionamiento del mercado libre.* — Veamos ahora cómo se manifiesta la fase ascendente, en los dos mercados de cambio, en estos años de 1935 y 1936, y la primera mitad de 1937, que es el tiempo de duración de esa fase. En el mercado oficial se compran los excedentes de cambio, por el fondo de divisas, y lo mismo ocurre en el mercado libre. Como en los primeros tiempos el peso se había cotizado muy alto en el mercado libre, en ciertos momentos arriba de 20 pesos por libra, el Banco Central decide vender una parte del cambio oficial de exportaciones en el mercado libre para ir apreciando en él la moneda. Así, la libra baja de 21,12 en el segundo trimestre de 1934, a 18,47 en el tercero de 1936 y se venden 196 millones de cambio oficial

en el mercado libre. Pero en el cuarto trimestre de 1936 las condiciones cambian fundamentalmente: no solo no es necesario vender cambio oficial para mejorar el mercado, sino comprar grandes cantidades de cambio por la avalancha de fondos flotantes y de capitales de inversión que sobreviene en ese momento. Tanto es así, que en ese cuarto trimestre el Banco Central debe comprar 192 millones de pesos en el mercado libre; y se ve forzado a recomendar al gobierno la baja del tipo vendedor de cambio en el mercado oficial, de 17 a 16, con lo cual también se deja bajar el mercado libre al tipo de 16, y allí se sostiene. En la primera parte del año 1937 se compran apenas 23 millones, de manera que, en total, en tres trimestres, el Banco Central adquiere 215 millones de cambio. Estas compras le servirían muy poco tiempo después para regular el mercado en sentido contrario, como vamos a verlo.

La fase ascendente termina a mediados de 1937 y comienza una fase descendente, con factores similares a los que habíamos observado en otros ciclos en la República Argentina. En primer lugar la baja de precios. He aquí el alza hasta mediados de 1937 y luego la iniciación de la baja (Memoria del Banco Central, pág. 16)<sup>65</sup>. En segundo lugar, factores de orden psicológico. En la segunda mitad de 1937 empiezan a circular malas noticias sobre la evolución de las cosechas y, finalmente, hay sucesos políticos en el Brasil que en la opinión internacional afectan también a la República Argentina, y eso cambia el rumbo de los capitales flotantes, y observamos en el exterior, en ese segundo semestre de 1937, un movimiento inverso al que habíamos visto antes. Tanto es así, que el Banco Central, para apoyar el valor del peso en el mercado libre, se ve forzado a vender 194 millones de pesos, o casi lo que había comprado en los tres trimestres anteriores. Y la libra pasa de un promedio de 16,24 en el segundo trimestre del 37, a 16,82 en el último; en enero de 1938 pasa a 19, y arriba de 20 a fines de 1938. De manera, pues, que no obstante las intervenciones que hace el Banco Central, no se trata de mantener un nivel fijo a la libra, sino se da una gran elasti-

<sup>65</sup> Véase pág. 73 de este libro.

cidad al mercado, que propende en el año 1938 a contener la demanda que en él se ejercita.

Es interesante ver la opinión que el Banco Central tiene en esos momentos acerca de los movimientos del mercado libre. Refiriéndose a las compras de cambio, que se hacen en el período ascendente, en la Memoria de 1937 se dice (pág. 7):<sup>66</sup>

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

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

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

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

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

"Nada más contrario a los principios que regían el buen funcionamiento del patrón oro, como que este fenómeno es una

<sup>66</sup> Véase pág. 39 de este libro.

de las consecuencias de la inestabilidad política y económica del mundo y de la profunda alteración de las condiciones básicas en que se desenvolvía aquel régimen monetario."<sup>67</sup>

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

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

Naturalmente que siendo la Argentina el único país que practica esa política de mercado libre, las repercusiones psicológicas son mucho mayores que en el caso de que varios países siguieron el mismo procedimiento. Esa fue la conclusión a que llegamos en esos años por las consecuencias que tuvo el desplazamiento del cambio en el modo de pensar y de sentir de las gentes. Por otro lado, nos vimos frente a este problema; ¿cómo desplazar el tipo de cambio cuando nuestras reservas de divisas del mercado libre disminuyen rápidamente? ¿Hacerlo de un golpe, o hacerlo suavemente? El hacerlo con suavidad hubiese ido acostumbrando gradualmente al mercado al nuevo nivel, pero tenía el grave inconveniente de desatar una gran especulación; la gente ve la tendencia y obliga al Banco a emplear más divisas que las necesarias. Al

<sup>67</sup> Véase pág. 43 de este libro.

contrario, el movimiento brusco evita la especulación, pero sus efectos psicológicos son mucho más fuertes. Volveremos a hablar de esto al final de estas conversaciones, cuando examinemos el régimen ideal que podría seguirse, si las circunstancias así lo aconsejan en el futuro, aprovechando la experiencia anterior.

5º. *Disminución de las reservas monetarias.*— En lo que concierne al mercado oficial, el movimiento del comercio exterior durante la fase del descenso cíclico fue el siguiente: las exportaciones bajan; en contraste, las importaciones continúan por cierto tiempo en un alto nivel por el impulso adquirido anteriormente y por el poder adquisitivo que en el período ascendente se había acumulado, no obstante que, como dije antes, los medios de pago crecieron con menos intensidad que las tenencias de oro y divisas. Así, mientras las exportaciones caen de 2.330 millones en 1937 a 1.370 en 1938, y a 1.570 en 1939, las importaciones pasan de 1.460 en el 37, a 1.480 en el 38, todavía bajo el impulso anterior, y solo descienden a 1.220 en el 39.<sup>8\*</sup>

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

## 19. CUARTA FASE: RECRUECIMIENTO DE LAS RESTRICCIONES

1º. *Necesidad de nuevas restricciones.*— Naturalmente, a causa de esta pérdida tan fuerte de nuestras reservas metálicas, vuelve a pensarse en las medidas restrictivas a la importación, tanto más cuanto que a fines de 1938, debido a las dificultades para colocar nuestras cosechas de trigo, primero, y, más adelante, de maíz, sobreviene un proceso de expansión de crédito que nos hace pensar en la necesidad de ayudar al mercado de cambios con nuevas restricciones similares a las que habíamos aplicado en 1933.

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

mercado oficial.

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

2º *Primeras consecuencias de la guerra.* — Desaparecen los mercados del continente Europeo y no solo sufren nuestras exportaciones, sino que nos llevan a desviar nuestras importaciones de esos mercados hacia Estados Unidos, mientras Estados Unidos no aumenta el monto de sus compras en la Argentina.

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

Este es un período que trae continuamente hechos nuevos que obligan a modificar de un día para otro disposiciones anteriores. Es el período de prueba de control de cambios. No siempre se

procede con gran rapidez: a veces hay cierta inercia, falta elasticidad y alguna imaginación, cosa esencial en todo sistema si han de irse captando los hechos nuevos y viendo sus consecuencias. Y se cometen algunos errores sobre los cuales vamos a volver cuando hagamos el cuadro completo de la experiencia de este sistema.

Llegamos así a fines de 1940 y la falta de cambio nos obliga a recurrir a Estados Unidos en busca de empréstitos. Ya nos habían concedido a mediados de ese año un préstamo de 20 millones de dólares que no se puede aprovechar, desgraciadamente, porque el Congreso Argentino no llegó a aprobarlo. En condiciones muy favorables se consiguen 110 millones de dólares a fines de 1940 en Estados Unidos con el fin de poder aflojar las restricciones e importar en la forma más liberal posible de ese país, en vista de las complicaciones crecientes de la situación. Por desgracia, por razones políticas, el Congreso de nuestro país no da al Poder Ejecutivo la autorización necesaria y no se pueden usar esos 110 millones de dólares en los seis primeros meses de 1941 en que el país pudo haberse llenado de mercaderías norteamericanas. Pero ya en el primer semestre de 1941 se ven síntomas claros de que la situación empieza a cambiar. En efecto, Estados Unidos empieza a comprar en nuestro país grandes cantidades de cueros y de lanas y la exportación adquiere un ritmo muy intenso. Tanto es así, que, a mediados de ese año, se llega a la conclusión de que se puede dejar libre por completo la importación puesto que ya en ese momento, por modificaciones sucesivas del régimen de otorgamiento de permisos previos, el 80 por ciento de la importación se hacía sin ningún permiso y solo actuaban los tipos de cambio. De manera, pues, que el gobierno resuelve eliminar totalmente el permiso previo de cambios y suprimir la Oficina de Control de Cambios que había dependido hasta ese momento del Ministerio de Hacienda, pasando el resto de esa Oficina al Banco Central para que siga aplicando algunas de las medidas limitativas que veremos más adelante. Hasta entonces, el Banco Central se había concretado a colaborar con la Oficina de Control de Cambios por medio de informaciones o sugerencias, pero no había tenido la responsabilidad de la ejecución de las

medidas.

3º. *Régimen de las importaciones.* — Es interesante ver cómo el régimen de importaciones había variado en todo este período y en qué forma se aplicaba en el momento en que se suspende el permiso previo de cambios. Las importaciones, después de una serie de modificaciones, habían llegado a esta situación: se estableció en los comienzos de la guerra, al depreciarse la libra en término de dólares, un tipo de 15 pesos por libra, que era más o menos 373 por cien dólares, o sea, el tipo que antes tenían las mercaderías que se despachaban al tipo de 17 por libra. Este tipo de 15 por libra se aplicaba y se sigue aplicando para artículos que interesan a la industria, a materias primas y materias esenciales, a la actividad de las construcciones y al consumo popular, es decir, los artículos esenciales que requiere nuestro país; y, además, artículos que la Gran Bretaña nos podía seguir suministrando. A todos ellos se les aplica este tipo preferencial para ir logrando la cancelación, por lo menos parcial, de los grandes saldos de libras bloqueadas. Los artículos no esenciales para el país pagan el tipo de 17 pesos por libra. Luego se crearon dos compartimientos más: uno, el de artículos menos esenciales que éstos, y artículos superfluos y de lujo para los cuales se estableció un régimen de licitaciones de cambio. Y, por último, un régimen especial para ciertos artículos provenientes de Estados Unidos, como los automóviles y la maquinaria, cuyo cambio se vendía por una corporación especial que se constituyó al efecto.

La modificación más importante consiste en el régimen de licitaciones. En toda esta época de los años 38, 39 y 40, en que fue necesario aplicar restricciones directas a la importación, negando permisos previos o acortando el monto de los permisos previos otorgados, se pudo observar la enorme complicación que significaba el tener que tratar con un gran número de importadores y un número enorme de artículos. Entonces se llegó a esta conclusión: que en lugar de estar aplicando restricciones en esta forma, sería aconsejable aplicar restricciones mediante la elevación del tipo de cambio. De todos modos el consumidor tenía que pagar, por la escasez, precios más altos. Si el tipo de cambio se eleva, el precio del mercado interno sube también; pero si se

mantiene el tipo de cambio y se da una menor cantidad que la requerida por el mercado, también se eleva el precio, dejando grandes ganancias al importador. Es la conclusión a que llegamos después de observar la realidad. Por ejemplo, en el renglón de automóviles pudimos observar que las ganancias de algunos importadores después de aplicar una restricción severa a la entrada de aquéllos, eran iguales o mayores que las que tenían cuando importaban mayor cantidad. Se llegó a la conclusión, entonces, de que la elevación del tipo de cambio representaba ventajas económicas y ventajas administrativas con respecto a la implantación de una restricción directa sobre las mercaderías.

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

4º. *El régimen de licitaciones de cambio.* — Se procede en esta forma: para todo el grupo de artículos no esenciales, superfluos o de lujo, incluidos en este mercado, se decide ofrecer una cantidad de dólares por año, cantidad que, de acuerdo con nuestros cálculos, podría destinarse a esos artículos. No lo que había significado su importación en tiempos anteriores, sino lo que podía darse de acuerdo con las disponibilidades de divisas del mercado oficial o de nuestras reservas monetarias. Así, en 1941, se ofrecen al mejor postor 25 millones de dólares. Para adquirirlos se presentaron solicitudes hasta por 39 millones de dólares. De manera, pues, que se elige a los que ofrecen más por esos dólares y se rechazan las solicitudes excedentes. Las cantidades que se dan por trimestre son más o menos regulares: en el primer trimestre 6 millones; en el segundo 7 y medio; en el tercero 5.900.000 y en el cuarto 6 millones. Se hacen licitaciones una vez por semana; se ofrece una determinada cantidad y los importadores, por intermedio de los bancos y corredores de cambios, presentan las propuestas correspondientes que se adjudican a los que ofrecen precios más altos. Los desalojados de una licitación van a la otra y proponen precios mejores y así se pudo llegar a un tipo de 494 pesos argentinos por cien dólares.

El Banco Central iba ofreciendo y adquiriendo divisas, en mayor o menor cantidad, a fin de no alterar mucho los tipos, pero reservándose siempre la posibilidad de empujar hacia arriba los

tipos en caso de que la demanda aumente. Se trataba de una infinidad de artículos, pero el sistema fue sumamente sencillo, puesto que no se daban permisos para cada artículo, sino para el grupo de artículos, para todo su amplio grupo. De manera, pues, que el importador que tenía un permiso por 100 mil dólares, podía, a su antojo, comprar cualquier cantidad de cualquiera de los artículos que figuraban en la lista.<sup>9\*</sup>

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

5°. *Corporación para fomentar el intercambio.*— Finalmente, voy a explicar brevemente en qué consiste el régimen de la Corporación para fomentar el intercambio. La idea fue ésta: cuando vimos en 1940 que el cambio que podía darse para la importación de automóviles era muy pequeño, en virtud de las circunstancias descritas hace un momento, se llamó a los importadores de automóviles y se les explicó cuál era la situación. El país no tenía ni exportaciones, ni divisas libres, ni reservas

metálicas para seguir trayendo la misma cantidad de automóviles. Entonces se les dijo: si ustedes logran aumentar la exportación de la Argentina a Estados Unidos de los mil pequeños artículos que se podía, en aquellos momentos, mandar por el cierre de los mercados europeos, todo el cambio que provenga de esas exportaciones adicionales a los Estados Unidos se entregará íntegramente para la importación de automóviles, maquinaria agrícola, repuestos y otros productos. Pero a fin de evitar la competencia entre los distintos exportadores con todas sus consecuencias desastrosas, como ya se habían experimentado en un régimen de trueques individuales, se les advirtió que era esencial hacerlo en forma colectiva y que las ventajas provenientes de este régimen se repartirían equitativamente entre los importadores de acuerdo con la proporción de cada uno en el negocio de automóviles o de otras mercaderías. Y así se eligió una lista de productos de exportación cuyo mercado parecía posible dilatar. Entre otros, algunos productos frigoríficos, carnes conservadas, etc., que, según informaciones, una propaganda hábil y vendedores diligentes podían conseguir ampliar sus ventas.

Se asignó así a la Corporación el cambio proveniente de la exportación de los productos nuevos que lograsen enviar, autorizándola a fijar el tipo de cambio con la aprobación del Banco Central para esas exportaciones y a venderlo entre los importadores, autorizándoles también, con la aprobación del Banco Central a fijar el tipo de venta de ese cambio a un nivel mucho más alto que el de compra. Así, por ejemplo, se estableció en los primeros tiempos el tipo de 421,80 para las compras de los dólares de esas exportaciones, y los tipos de 422,89, 455 y 485 en las ventas de cambio para la importación de camiones y repuestos y para importación de automóviles. La Corporación era una entidad que no lucraba, pues sus dividendos se limitaban al 4 % del valor de las acciones, se beneficiaba con estas diferencias de los tipos de cambio y estaba autorizada por el gobierno, bajo el control del Banco Central, para usar estas diferencias, ya sea para estudiar el mercado en Estados Unidos o la organización del mercado de distintos productos, o para el pago de subsidios, o estudios de carácter industrial en la República Argentina. En fin, se

le dio gran libertad de acción.

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

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

(26 de enero de 1944)

## 20. QUINTA FASE: DESAPARICION DEL CONTROL DE IMPORTACIONES

1º. *Reacción del mercado libre.*— En nuestra última conversación habíamos considerado las distintas medidas tomadas en materia de mercado oficial de cambios, las diversas fases por las cuales siguió el sistema hasta los tiempos en que la guerra impuso modificaciones fundamentales; también vimos lo que se hizo con el mercado libre de cambios, excepto lo que ocurrió en los años 41, 42 y 43, que es precisamente lo que pienso explicar en seguida.

Recordarán los señores que cuando el balance de pagos se

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

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

2º. *Exportaciones "no regulares".*— Las medidas que se toman son de dos órdenes: en primer lugar, eliminar del mercado libre las exportaciones de aquellos productos no regulares que, ya vimos, tenían muy poca importancia en 1933; con el estímulo que se da a esas exportaciones y el desarrollo de la guerra, adquieren un gran volumen, cercano a los 300 millones de pesos en 1942. Esas exportaciones gravitan considerablemente sobre el mer-

cado libre y constituyen un factor de intensa apreciación del peso. Se resuelve, entonces, para descongestionar el mercado libre, eliminar estas exportaciones. Recordemos el significado que ellas habían tenido dentro del sistema: se trataba de exportaciones de gran infinidad de artículos de distintas calidades y precios cuyo control hubiese sido sumamente difícil en los primeros tiempos del sistema. Se decidió, entonces, tanto por razones administrativas, como por razones de estímulo económico, mandarlos al mercado libre a fin de no controlar sus valores. En 1943, para aliviar la presión de la oferta, se eliminan estas exportaciones del mercado libre y se pasan al mercado oficial a un tipo especial cercano al que existía en aquél. Con esto se complica el problema administrativo de control, que antes se había evitado por completo. Se hace necesario entonces fiscalizar la calidad y el valor de esas mercaderías y se plantea la necesidad de establecer gradualmente el régimen de aforo para muchas de ellas, conforme la experiencia lo iba indicando.

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

3º. *Los fondos exteriores.* — En cuanto a la inversión de capitales del exterior, en los primeros meses de 1943 se toma una medida que significa también apartarse de la política de absoluta

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

4º. *Dificultades de importar bienes de capital.* — Las razones que tuvo el Banco Central para solicitar esa medida fueron las siguientes: en primer lugar, esas entradas de capital no representaban en realidad un ingreso de capital concreto, sino un ingreso de fondos, desde el momento en que la salida de maquinaria, equipos, etc., estaba prácticamente prohibida en los mercados que podían suministrar capitales concretos. Como después de su ingreso, los fondos no podían dedicarse a la importación de mercaderías, aumentaban la plétora monetaria en el mercado interno, acentuando así el proceso inflacionista que ya era patente en esos momentos en el país. Por lo tanto, el Banco Central consideraba que las restricciones de guerra en los grandes mercados habían desnaturalizado la inversión clásica de capital y que no se infligía ningún daño a la economía con suspender momentáneamente ciertas formas de inversión de esos fondos.

Efectivamente, habíamos observado que el dinero que entraba en esta forma se invertía, o en inmuebles, dando así mayor impulso al movimiento de alza, que ya se venía observando, o en títulos, sin mayor utilidad para el país, puesto que desde el año 43 el mercado estaba absorbiendo fácilmente todas las emisiones ne-

cesarias para satisfacer los requerimientos del tesoro. Como veremos en otras conversaciones, en el año 43 el Banco Central empezó a preocuparse seriamente de la intensidad de la demanda de títulos creada en parte por el ingreso de capitales y por los cambios en la situación monetaria interna. También se colocaba ese capital en inversiones a corto plazo, como letras de tesorería, y en acciones de empresas existentes. No creaba empresas nuevas por la sencilla razón de que no era posible obtener maquinaria. De manera, pues, que ese capital iba a inflar más aquellas categorías de bienes o de valores que ya lo estaban, y no se traducían, salvo muy raras ocasiones, en un incremento real de la producción del país. Tanto es así, que las medidas que el Gobierno dictó facultan al Banco Central a hacer una excepción, a permitir el ingreso de esos capitales si se demuestra que se le destina al aumento real de la producción o de las construcciones en el país.

5º. *Esencia del régimen restrictivo.* — El régimen que se establece es relativamente sencillo; el Banco Central se dirige a los bancos diciéndoles que pueden entrar libremente al país todos los fondos que vengan con propósito de invertirse; permanecen en los bancos durante un período de noventa días, mientras sus dueños deciden el tipo de inversión que juzguen más conveniente; y que una vez decidida, deben solicitar una autorización del Banco Central, quien juzgará de ella, aprobándola o rechazándola. Pero mientras dura ese período de exploración o tanteo de los inversionistas, esos fondos tienen que quedar en un banco autorizado para operar en cambios, y su monto íntegro ha de depositarse en el Banco Central el mismo día. Es decir, el Banco Central establece un régimen de depósitos del 100 por ciento de los fondos que entran, para evitar que el fenómeno de congestión de los efectivos bancarios, que la entrada de estos fondos estaba produciendo, se acentúe con el nuevo ingreso. De manera que la primera medida que toma el Banco Central, es: dejarlos entrar, pero absorberlos inmediatamente para que no aumenten los efectivos bancarios. Tomada esta medida, ya no existe urgencia alguna en que se decida lo que se ha de hacer con esos fondos; se le da al interesado el tiempo suficiente para decidirse y presentar el caso al Banco

Central. Si éste considera que la inversión puede realizarse de acuerdo con los principios que acabo de exponer, se da la autorización y esos fondos pueden ingresar al mercado transformándose en poder de compra activo. En cambio, si niega la autorización, esos fondos pueden quedar esos noventa días, o más tiempo si el interesado así lo requiere, puesto que no se manifiestan ni como poder de compra, ni como efectivo bancario. Sistema elástico que ha dado muy buenos resultados y ha permitido ir trabajando con método y estudiar todos los casos presentados sin precipitación de ninguna naturaleza.<sup>11\*</sup>

En realidad, este sistema de control impuesto por las circunstancias ha durado poco tiempo, apenas tres meses: los acontecimientos políticos que sobrevinieron en nuestro país hicieron inoperante el sistema, puesto que paralizaron, por lo menos en el segundo semestre del año, las inversiones de capital. Por eso las solicitudes en las cuales tuvo que intervenir el Banco Central fueron muy escasas. Hoy podría seguramente desabaratarse todo ese procedimiento y volverse al régimen del mercado libre sin mayores consecuencias. Tampoco era el propósito del Banco Central mantener este régimen por mucho tiempo: esperaba que la aplicación del sistema permitiría crear ciertas normas que favorecerían la entrada de algunos capitales y alejara la de otros, tanto más cuanto que ya el mercado llegó a saber que el Banco Central tenía el propósito de tomar medidas restrictivas en el caso de salida de fondos. Esto a muchos fondos flotantes los habrá desanimado desde el primer momento.

6º. *Comienzos de un mercado negro.* — A pesar de lo breve de esta experiencia, ha sido suficiente para indicarnos los peligros y las consecuencias de un sistema demasiado rígido de control de capitales y la imposibilidad de llevarlo hasta el último extremo, pues en el poco tiempo transcurrido empezamos a notar indicios de un mercado negro, especialmente para algunas transacciones de poca importancia con los países limítrofes. Tanto, que ya habíamos pensado en aflojar las restricciones, pues nuestro propósito no fue el de mantenerlas como absolutas, sino de contener la avalancha de fondos y luego empezar a aflojar y a tomar otras medidas, que examinaremos en la parte final de las conversaciones

sobre cambios.

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

(31 de enero de 1944)

## Capítulo VI

### ANÁLISIS CRÍTICO DEL SISTEMA DE CONTROL DE CAMBIOS

#### 21. BASES DEL ANÁLISIS

#### 22. FUNCIONAMIENTO DE LOS MERCADOS: OFICIAL Y LIBRE

#### 23. RESULTADOS DEL CONTROL DE CAMBIOS

#### 24. FUNCIONAMIENTO ADMINISTRATIVO DEL CONTROL DE CAMBIOS

#### 25. ESTRUCTURA Y FUNCION DE LA OFICINA DE CONTROL DE CAMBIOS

## 21. BASES DEL ANALISIS

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

## 22. FUNCIONAMIENTO DE LOS MERCADOS: OFICIAL Y LIBRE

19. *Evolución del sistema hacia el movimiento de los tipos de cambio.* — Recordemos brevemente que en el mercado oficial se negociaba todo el cambio que podía ser controlado mientras que en el mercado libre se realizaban todas las operaciones que no podían serlo fácilmente en el mercado oficial. Al mismo tiempo se quiso tener en este mercado una especie de válvula de escape

del mercado oficial; así que originalmente no solamente había movimientos de capitales y fondos en el mercado libre, sino también una parte de las exportaciones, las de productos nuevos o susceptibles de expandirse, y una parte de las importaciones, las que no podían atenderse en el mercado oficial.

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

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

Recuerden ustedes la experiencia que tuvimos en los años de 1932 y 1933, cuando se quiso fijar un valor artificial al

peso argentino, un tipo rígido de cambio que no estaba de acuerdo con la oferta y la demanda. Ese procedimiento se abandona a fines de 1933 y se establecen dos tipos: uno fijo de 15 pesos la libra para comprar el cambio de los exportadores, y otro, llamado el tipo de venta, para vender este cambio a los importadores y a los que tenían que remitir pagos para sus servicios financieros. El temor de volver a caer en un tipo inflexible de cambio indujo a no fijarlo rígidamente, como lo había estado antes; por eso se ofreció el cambio que entraba diariamente en el mercado oficial en forma de licitaciones a los que tenían permisos previos de cambio para importaciones o para servicios financieros. De suerte que en 1934 y 1935 no había un tipo vendedor fijo en el mercado oficial, sino que se determinaba diariamente en función de dos elementos: por un lado, la oferta, o cantidad de cambio que entraba al mercado, y por otro, la demanda de los tenedores de permisos previos o permisos para servicios financieros. Así que tuvimos un tipo que variaba de acuerdo con esas circunstancias. ¿Cuáles fueron los efectos de ese sistema? En un momento dado, en plena fase ascendente, cuando el cambio entraba abundantemente, para seguir dentro de la lógica de este procedimiento, debió ofrecerse cantidades cada vez mayores en las licitaciones diarias, lo cual no hubiese tardado en hacer bajar el tipo del nivel que tenía, alrededor de 17 por libra, hasta juntarlo con el tipo de 15 por libra, que se había fijado para las exportaciones. Cuando se vio que la presión del mercado podía producir esos efectos, se abandonó el sistema de las licitaciones y se decidió fijar el tipo en 17, en lugar de dejarlo bajar y, a la vez, comprar el excedente de oferta y constituir así una reserva para satisfacer las necesidades del mercado oficial en la fase descendente del ciclo. Pero no solo se deseaba acumular estas reservas; también se tenía el temor de que la baja del tipo para todas las importaciones fuera transitoria y que, más adelante, al sobrevenir un cambio en la situación y a la abundancia de divisas sucediera la escasez, tuviera que volverse a subir el tipo para todas las importaciones, sometiendo así al conjunto de ellas a un tipo de cambio pronunciadamente inestable.

Se abandona, pues, la práctica inicial de las licitaciones y se establece un tipo vendedor único de alrededor de 17 por libra,

que funciona bien en el período ascendente, en el período de abundancia de cambio, el cual se prolonga hasta mediados de 1937. En la segunda mitad de ese año comienza la fase descendente del ciclo y el Banco Central se preocupa más y más por la necesidad de contener la importación para equilibrar el balance de pagos, por un lado, y para desviar el poder de compra hacia el mercado interno, por otro.

2º. *La diversificación de los tipos de cambio.* — Entonces fue cuando se empiezan a diversificar los tipos de cambio... ¿Por qué se diversifican? Porque se vio que para contener la importación primero, y para restringirla después, era necesario no solo aplicar regulaciones cuantitativas, sino también subir el tipo de cambio, encarecer la importación. Mas la aplicación de un solo tipo de cambio habría encarecido todas las importaciones; se advirtió en seguida la conveniencia de no hacerlo así, de no afectar la extensa categoría de artículos formada de materias primas para la industria y los transportes y artículos acabados requeridos por el consumo popular. En otros términos, no se quiso perturbar a las actividades económicas fundamentales del país, las que abastecen el grueso de la población de los artículos indispensables para sus necesidades, ya sea directamente o a través de la industria local. No se quiso afectar a esas importaciones ni en su precio ni en su cantidad; de ahí que se dejara para ellas el tipo de 17 por libra. Por el contrario, se crearon tipos superiores para las importaciones de otros artículos no esenciales y para los superfluos. Así comienza el proceso de diferenciación y la tendencia a ir usando distintos tipos para contener y restringir la importación. No voy a repetir todo lo que ya dije: solo recordaré cómo se había llegado a diversificar el sistema en 1941.

Para las importaciones esenciales existía un tipo de 15 por libra, o sea de 3,36 por dólar, y un tipo de 17 por libra o sea de 3,73 por dólar, para el resto de las importaciones. Esa fue la primera etapa. Luego se vio que ese tipo de 3,73 también tenía que diversificarse, y se creó la serie de tipos de la Corporación para la promoción del intercambio. Esos tipos eran: 4,23, 4,55 y 4,85 por dólar; y, finalmente, el mercado de las licitaciones, en el que se ofrecía al mejor postor una cantidad determinada de

cambios que en el primer año alcanzó hasta 30 millones de dólares y durante el cual los tipos oscilaron en torno a 4,91. Había, pues, una gran diversidad de tipos: desde 3,36 por dólar, hasta 4,91. Vemos cómo se vuelve a la idea primitiva de las licitaciones, de ofrecer una cantidad de divisas al mejor postor a fin de evitar las restricciones directas. Pero se aprovecha la experiencia anterior; antes se había tratado de establecer el tipo de licitaciones para todas las importaciones. La experiencia demuestra que no es conveniente hacerlo para todas, sino resguardar a cierta zona de importaciones fundamentales y aplicar el tipo elástico a otras que pueden soportar esas variaciones de tipos y esos tipos altos sin afectar la actividad económica nacional.<sup>13\*</sup>

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

3º. *Tanteos y experiencias.* — Observen ustedes cómo hemos ido tanteando y modificando continuamente nuestro sistema sin que pueda decirse que en 1941 cuando se suprimió el permiso de cambio, pero dejando los tipos múltiples, se hubiese llegado al sistema ideal; fue una nueva etapa en nuestra experiencia, de la cual me propongo sacar alguna lección para el futuro, a fin de llegar a sugerir un sistema más orgánico y flexible que el que hemos tenido, que nos evite estas continuas alteraciones. Por lo menos en lo que a nosotros respecta, han sido necesarios esos tanteos y modificaciones; sin ellos no hubiésemos podido recoger la experiencia que nos permite ahora formular las bases de un nuevo sistema.

4º. *Los tipos de cambio a partir de 1941.* — En 1941 volvemos a tener abundancia de cambios y se plantea esta pregunta: ¿Por qué no valorizar el peso para las importaciones y bajar estos

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

5º. *Estabilidad de tipos de exportación.* — En cuanto al tipo al cual se compraban las letras de los exportadores, vimos que en 1933 se estableció en 15 la libra; después, con la guerra bajamos, a 13.50; en dólar este tipo, en toda esta época, oscila entre 321 y 290 pesos por cien dólares, debido a las variaciones entre el dólar y la libra, de manera que en materia de exportaciones cuyo cambio se vendía en el mercado oficial, el tipo ha sido bastante estable en término de dólar. Les he mencionado en otra conversación el propósito del gobierno de mover el tipo de exportación o establecer un impuesto en ciertos casos, cuando subían los precios de las mercaderías exportadas; pero este propósito no pudo realizarse.

6º. *Inconsistencia en la política del mercado libre.* — Vamos a ver ahora la experiencia del mercado libre. Aquí debo confesar a ustedes que en la política del Banco Central ha habido cierta inconsistencia, pues entraron en conflicto dos propósitos o preocupaciones distintas, y ese conflicto nos llevó a un compromiso y los compromisos no siempre son la mejor solución en estos asuntos. ¿En qué consistió ese conflicto? Por un lado, la idea de dar la más absoluta libertad al mercado libre y desentenderse de sus movimientos; por otro, la preocupación que tenía el Banco Central de no afectar las exportaciones cuyo cambio se vendía en el

mercado libre, especialmente las exportaciones de productos nuevos y en crecimiento, lo mismo que a los servicios financieros. No dejaban tampoco de preocupar las repercusiones psicológicas de los movimientos del mercado libre.

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

Véase, entonces, cómo la idea de dejar absolutamente libre el mercado con un tope mínimo para evitar su caída por debajo de los tipos del mercado oficial, no se observó en una forma muy clara y decidida por aquellas preocupaciones que trababan la acción del Banco Central. De ahí otra de las conclusiones que anotaré cuando nos ocupemos del sistema que pienso sugerir, la conveniencia de deslindar bien una cosa de la otra, y no llevar ni exportaciones ni importaciones en servicios normales al mercado libre. Cuando en esa primera experiencia el Banco Central dejó valorar rápidamente el dólar, a pesar del empleo de las reservas referidas, se produjo un sacudimiento psicológico bastante grande en la plaza, como ya expliqué la vez pasada. A pesar de que el

mercado libre no influía sobre las transacciones fundamentales del país y de que los fondos que salían pagaban el precio que podían conseguir en un mercado en que actuaba la oferta y la demanda, había intranquilidad y repercusiones desfavorables. El Banco Central fue objeto de duras críticas por haber dejado desvalorizar el peso a pesar de que nunca había asumido la responsabilidad del mercado libre. Había desde luego, además de los intereses dañados de aquellos que mandaban su dinero al exterior, el perjuicio de quienes tenían que hacer servicios financieros y otras remesas regulares que, como no tenían un tipo fijo, sufrían las consecuencias de la depreciación. Esta repercusión psicológica cohibió un tanto al Banco Central en su política posterior; de ahí que yo considere que la segunda experiencia fue menos feliz todavía que la primera, porque el Banco Central no se consideró en una posición muy cómoda para dejar al mercado completamente abandonado a sus propias fuerzas, como vamos a ver.<sup>15\*</sup>

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

no influir sobre esas exportaciones de productos nuevos que se estaban desarrollando muy activamente. Es cierto que en 1941 el Banco Central aconsejó al gobierno sacar del mercado libre todas las exportaciones de productos nuevos para que su cambio no influyera como factor de desvalorización del dólar. El gobierno accedió a esa sugestión y dio la facultad al Banco Central para establecer el tipo de cambio para ellas a un nivel similar al del mercado libre. En otras palabras, las hacía gozar, en realidad, del tipo del mercado libre, pero sin que su oferta de cambio influyera en él. El mercado oficial tomaba la oferta directamente a esos tipos similares a los del mercado libre. También esta razón que doy, la de no influir desfavorablemente sobre los precios de estas exportaciones, fue perdiendo importancia conforme avanzaba la guerra y mejoraba la situación del balance de pagos, porque estas exportaciones salían cada vez con más facilidad, requeridas principalmente por los mercados de la América Latina, a tal punto que cuando hace pocos meses se resolvió por primera vez bajar el dólar para ellas, vimos que no sufrieron nada en absoluto. Tanto es así, que se proyectó bajarlo más aún a fin de poner esas exportaciones a un nivel similar al de las regulares. Otra razón que se tuvo fue el riesgo de que la guerra pudiese terminar de un momento a otro y diese vuelta el mercado; se quiso entonces evitar oscilaciones fuertes, lo que era apartarse, asimismo, del concepto primero que tuvimos del mercado libre. Por último, no se quiso dejar caer el tipo del mercado libre por debajo de los tipos vendedores del mercado oficial; razón que también perdió su peso, puesto que ello se hizo sin perturbaciones hace pocos meses, cuando se dejó caer el mercado libre sin tocar los tipos del mercado oficial que llegaron así a ser superiores a los del libre. Se dispuso entonces que los que tenían permisos de cambio a esos tipos del mercado oficial debían seguirlos pagando; se deslindó claramente lo que era mercado oficial de lo que era mercado libre.

El hecho es que hubo tardanza en el Banco Central cuando decidió dejar caer el dólar, en abril de 1943; el dólar bajó a cerca de m\$<sup>n</sup> 4 y simultáneamente se impone el control de la entrada de fondos exteriores, con lo cual el Banco Central no requiere seguir realizando nuevas compras de divisas.

Pueden ustedes observar entonces cómo el conflicto entre aquellos dos conceptos retardó la aplicación de una medida que de haberse tomado antes tal vez hubiese contenido las ventas de cambio en el mercado libre exigiendo una menor intervención compradora del Banco Central; porque sabiendo la gente que hay una gran presión de la oferta sobre la demanda y que el Banco Central está deteniendo el tipo del dólar en un nivel que se juzga indebidamente alto, sobreviene la tendencia a especular. La gente se dice: es muy difícil que el mercado se invierta y si ello ocurre, puedo salir en seguida; en cambio, es probable que al retirarse el Banco del mercado e interrumpir sus compras se aprecie más el peso y se desvalorice el dólar. Por lo tanto, la tardanza en apreciar el peso provoca especulaciones y atrae más fondos de los que naturalmente iban al mercado; lo mismo ocurrió también en 1936. De ahí saco la conclusión, que presentaré como convicción categórica cuando lleguemos a estudiar el sistema futuro, de que conviene separar del mercado libre las exportaciones e importaciones y dar también a los servicios financieros cierta estabilidad, con el propósito de que ese mercado pueda moverse con toda libertad sin que el Banco Central se vea de nuevo en la necesidad de establecer compromisos entre dos conceptos contradictorios. La política ideal en esos tiempos debió haber sido la de tener las exportaciones fuera para no afectarlas y dejar caer el mercado libre hasta el tope mínimo de los tipos oficiales, sin preocuparse de lo que pudiera ocurrir posteriormente si el mercado se invierte y si en lugar de tener presión de la oferta sobre la demanda, hay presión de la demanda sobre la oferta, y el dólar se aprecia, sin afectar ni a las importaciones y exportaciones, ni a los servicios diversos.

Por lo tanto, esta experiencia del mercado libre nos indica lo que conviene hacer y lo que conviene no hacer, y diría que la segunda enseñanza es más positiva que la primera. Por cierto que ni en la primitiva intervención ni en la última hay peligro de quebrantos, porque el Banco Central tenía beneficios anteriores hechos en el mercado libre; además, todas estas compras de cambio que realizó en los años 42 y 43, las venderá probablemente después de la guerra, cuando el movimiento se invierta. No es eso lo que me preocupa, sino la tardanza con que se procedió frente a los acon-

tecimientos, por consideraciones que hubiese sido mejor no tener; y para no tenerlas, debió haber dado al mercado libre un carácter distinto; no asignarle otras funciones que las de dejar entrar y salir los capitales, y fondos en las condiciones que expondré más adelante.

7°. *Exportaciones e importaciones fuera del mercado libre.* — El mercado libre no tiene actualmente ni exportaciones ni importaciones. Recuerden ustedes que las exportaciones se habían llevado en pequeña parte en los primeros tiempos al mercado libre porque se trataba de productos de escasa importancia en que el control del valor era muy difícil; se les mandó al mercado libre para no ejercer ese control y, además, para estimular esas exportaciones. El primer punto subsiste, siguen siendo exportaciones de difícil control, aun cuando se va extendiendo poco a poco a ellas el sistema de los aforos, que es lo que resolverá el problema. En cuanto al segundo punto, no puede negarse que el tipo de cambio ha favorecido el desarrollo de estas exportaciones; pero, por otro lado, ha planteado una serie de problemas. Así, por ejemplo, un producto tradicional, regular, que salía al tipo comprador del mercado oficial, si se elaboraba, aun cuando no fuese más que en forma superficial, constituyendo un producto nuevo, salía por el mercado libre a tipo de cambio muy superior, —lo cual tiene efectos económicos perturbadores en algunos casos—. Después, muchos productos industriales del país pudieron venderse al exterior a causa de los tipos favorables del mercado libre, a precios en pesos en alza, produciendo también elevación de precios en el mercado interno y utilidades extraordinarias a los exportadores. Y, finalmente, no se puede mantener en forma indefinida un doble tipo para las exportaciones, hay que unificarlos alguna vez para dar homogeneidad al mercado interno; cuanto más se mantiene esa situación irregular, tanto más difícil es volver hacia atrás. De ahí el empeño que el Banco Central puso en los últimos tiempos para corregirla e ir modificando los tipos de cambio para estas exportaciones hasta llegar a unirlos con el tipo comprador del mercado oficial o por lo menos dejarlos en el más bajo al cual se vende el cambio para el pago de importaciones. Esta evolución se está realizando en estos momentos y no ha terminado aún. En cuanto a las importaciones

que estaban en el mercado libre, recordemos que se habían llevado allí por tres razones: primero para simplificar el control y no tener que aplicar regulaciones cuantitativas a estas importaciones; segundo, para que estas importaciones puedan realizarse sin dificultad alguna actuando el mercado libre a manera de válvula de escape, y, tercero, porque el gobierno en los primeros tiempos del sistema de control de cambios quiso mantener la ficción de la libertad de importar para que el régimen no fuera objetado constitucionalmente. El argumento del gobierno era: no se prohíbe la importación, simplemente se restringe en el mercado oficial; pero el que no pueda hacerlo allí, puede importar sin trabas a través del mercado libre. Mas cuando se habituó todo el comercio al sistema, no hubo ningún inconveniente en sacar las importaciones del mercado libre y pasarlas al oficial, sin protesta alguna; la cuestión constitucional no se ha suscitado. Naturalmente que desde el punto de vista técnico y del control, la existencia de esa válvula de escape para las importaciones y la posibilidad de vender cambio de exportaciones en el mercado libre, tiene su importancia; mas son mayores los inconvenientes que se derivan por las razones que he anotado, que las ventajas que se experimentan; y creo decididamente que no conviene tenerlas, salvo aquella parte de las exportaciones correspondiente a la diferencia entre los aforos y los precios reales.<sup>16\*</sup>

8º. *Control y proteccionismo.* — Como dije en otra oportunidad, el tipo de cambio y la restricción directa de la importación se hicieron también muchas veces con un criterio proteccionista; artículos cuya introducción resultaba excesiva y perjudicial para la industria local, fueron restringidos o se elevó el tipo de cambio. Con eso se ha hecho mucho bien en los últimos años, porque se ha contribuido al desarrollo de la industria; pero no creo que en un sistema racionalmente trazado convenga dar al control de cambios una responsabilidad de esa naturaleza. Es preferible que se adopte una política aduanera bien clara que establezca los derechos que han de pagar las mercaderías y que el control de cambios no tenga sino una simple función de restricción transitoria en épocas en que el cambio escasee, porque, de lo contrario, aparte de que el control no es de aplicación permanente se ejercitan muchas influen-

cias seccionales que pueden alterar el funcionamiento de su mecanismo, influencias para bajar o subir los tipos con fines que no son de cambio sino de política económica; por ello considero que es necesario deslindar claramente los dos sistemas coordinándolos en la política fundamental, pero separando bien su campo de aplicación.

### 23. RESULTADOS DEL CONTROL DE CAMBIOS

Ahora, para terminar esta conversación me pregunto: ¿Cuáles han sido los resultados del control de cambios en la Argentina? En su función de equilibrar el balance de pagos, la elevación de tipos y las restricciones a la importación implantadas a fines de 1933, han sido, sin duda alguna, factores poderosos en el restablecimiento del equilibrio real de pagos en esos años; como también en la segunda mitad del 37, y durante el 38, 39, y 40 las medidas de regulación de las importaciones y las nuevas elevaciones de tipos de cambio contribuyeron a atenuar el desequilibrio y a evitar que los fondos creados por el sistema bancario estimularan la importación, desviándolos hacia la industria local y fomentando su expansión. Creo, por lo tanto, que la función del control de cambios, ya sea como instrumento para equilibrar el balance de pagos o para evitar un mayor desequilibrio y como medio de estimular la industria local, desviando hacia ella el poder de compra, ha sido eficaz, no obstante todas las alteraciones, los tanteos por los que hubo de pasarse por falta de experiencia. Asimismo, el control de cambios fue un instrumento eficaz en la aplicación de los convenios de pagos que, por las razones que he mencionado, tuvimos que concertar con los distintos países. Finalmente, el control de cambios ha sido para la política monetaria del país una fuente muy importante de experiencia, que creo que será de positivo valor en la elaboración de una política monetaria nacional. Solo nos quedaría entonces, para agotar este tema, salvo las preguntas o puntos en que ustedes quieran insistir, estudiar la organización administrativa y técnica de control de cambios.<sup>17\*</sup>

(4 de febrero de 1944)

## 24. FUNCIONAMIENTO ADMINISTRATIVO DEL CONTROL DE CAMBIOS

1º. *Organización técnico-administrativa en general.* — Ha llegado el momento de ocuparnos de la organización técnico-administrativa del control de cambios, asunto que procuraré resumir en una conversación, si bien es cierto que habría mucho campo para entrar en detalles que juzgo que no serán interesantes para ustedes, lo cual no quiere decir que si en el curso de la exposición hay algún punto que pueda revestir para ustedes importancia particular, daré gustosamente la explicación pertinente.

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

2º. *Ministerio de Hacienda.* — Vamos a ver rápidamente en

qué consisten las funciones de cada una de estas entidades. El Ministerio de Hacienda de la Nación, a cuyo cargo ha estado la dirección general del sistema, no ha intervenido en los detalles de su aplicación, sino que se ha limitado a dictar las normas o reglamentaciones generales de acuerdo con las cuales se desarrollan las tareas de la Oficina correspondiente del Banco Central y de las demás entidades que intervienen. Si bien no intervenía en detalle, como acabo de decir, lo hacía en casos especiales que se sometían a su consideración, o en casos de apelación.

3º. *Comisión de Aforos.* — La Comisión de Aforos está compuesta por representantes de las bolsas de comercio, de los exportadores, y de los Ministerios de Hacienda y de Agricultura. Fija periódicamente los aforos de acuerdo con los cuales tiene que entregarse el cambio por cada producto exportado. Como ustedes recordarán, se llegó a este procedimiento para poner a todos los exportadores en igualdad de condiciones. Estos tienen que entregar el cambio de acuerdo con los aforos establecidos y el remanente puede negociarse en el mercado libre; de manera que no es dado a ningún exportador estar en condiciones más ventajosas con respecto a otro. Para la mayor parte de los productos, los aforos se fijan quincenalmente y para los muy importantes y de gran movimiento de precios se han llegado a fijar a diario. Esta Comisión de Aforos, a pesar de lo estrecho de su nombre, interviene en el estudio de todas las resoluciones relativas al cambio de exportación. Es la asesora del Ministerio de Hacienda. Cada vez que la Oficina de Control de Cambios o el Banco Central, en su caso, no han podido o no se han considerado facultados para resolver un caso especial, ha sido sometido a la consideración de la Comisión de Aforos, la cual da su opinión al Ministerio de Hacienda, quien resuelve en última instancia<sup>18\*</sup>. Además, esta Comisión interviene especialmente en los casos de apelación. Cuando un comerciante no está de acuerdo con la decisión del Banco Central o de la Oficina de Control de Cambios, éstos tienen que presentar el caso a la Comisión de Aforos, la cual dictamina ante el Ministerio de Hacienda, quien, de nuevo, resuelve en última instancia.

4º. *Comisión de Divisas.* — La Comisión de Divisas tiene funciones similares en lo que concierne al cambio de importaciones.

Es ella quien estudia los proyectos de reglamentaciones o resoluciones que prepara el Banco Central a la Oficina de Control de Cambios acerca de la regulación cuantitativa de las importaciones, la forma en que se aplicará ella, los artículos y las distintas modalidades en que tiene que hacerse. También es consultada cada vez que se proyectan modificaciones en los tipos de cambios que corresponden a las distintas categorías de los artículos; y, finalmente, tiene funciones análogas a las de la Comisión de Aforos en lo que concierne a la consideración de casos especiales y en las apelaciones. La Comisión de Divisas está compuesta por representantes de las Bolsas de Comercio de Buenos Aires y Rosario, como expresión de los intereses económicos generales, los importadores, los industriales, y los Ministerios de Hacienda y Agricultura, y también el de Relaciones Exteriores, porque todas las disposiciones relativas al cambio de importación afectan a los convenios o a la política económica del país. El Banco Central está, asimismo, representado.

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

5º. *Descentralización.* — Vamos a considerar ahora la administración del sistema. Desde un principio se procuró por distintas razones descentralizar la aplicación de las medidas de control de cambios utilizando los bancos como agentes del sistema bajo la vigilancia de la Oficina de Control de Cambios o del Banco Central, según los casos. Pudo haber sido muy simple la organización de un monopolio para concentrar en el Banco Central todo el cambio de los exportadores, que en nuestro país son relativamente pocos; pero esto hubiera significado quitar a los bancos un negocio tradicional y recargar de trabajo al Banco Central sin necesidad alguna, puesto que los bancos son los cauces más eficientes para hacer estas operaciones. Son ellos y las instituciones autorizadas para operar en cambios (que no son necesariamente

bancos sino entidades financieras) quienes están en contacto con los exportadores; ellos venden el cambio a los bancos e instituciones, las cuales, a su vez, lo revenden a los importadores o al Banco Central, si hay excedentes. También son los agentes que intervienen en el trámite de los permisos previos de cambios: el importador no gestiona directamente en la Oficina de Control de Cambios su permiso, sino por intermedio de un banco o de un corredor de cambios. La Oficina de Control de Cambios y el Banco Central coordinan esta tarea y dan las directivas de acuerdo con las cuales tendrán que realizarlas.

6º. *La Oficina de Control de Cambios.* — La Oficina de Control de Cambios ha tenido las siguientes funciones que fueron transferidas en 1941 al Banco Central: primero, el otorgamiento de los permisos previos de cambios de acuerdo con las normas y reglamentaciones aprobadas por el Ministerio de Hacienda y las prescripciones de los convenios de cambio. El permiso no solo significa adjudicar una determinada cantidad de cambio, sino también fijar el precio de éste; de manera que implica una operación a término que cubre los riesgos del importador de las mercaderías. La Oficina, una vez que otorga el permiso de cambio, tiene que encargarse de controlar o verificar la medida en que los importadores utilizan ese permiso por razones que veremos en seguida. Además, la Oficina debe vigilar en qué medida los exportadores entregan su cambio a los bancos, para evitar evasiones. Prepara todos los proyectos de resolución y de reglamentación; es el organismo de estudio en colaboración con el Banco Central, así en lo que concierne a las regulaciones cuantitativas como al movimiento de los tipos de cambio; y está facultada, además, para resolver casos especiales de menor cuantía; los de mayor cuantía debe someterlos siempre al Ministerio de Hacienda, con la opinión de la Comisión de Divisas.

7º. *El Banco Central.* — El Banco Central, antes de la transferencia de las funciones que acabo de mencionar, ya tenía una intervención activa, pero no con respecto al otorgamiento de permisos de cambios, sino en lo que concierne a las operaciones de cambio de los bancos. El Banco Central está en contacto directo

con los distintos bancos y entidades de la plaza para controlar todas las operaciones de cambio que realizan en el mercado oficial de cambios. Así es que diariamente el Banco Central recibe de cada banco o entidad una planilla muy detallada con todas las operaciones de compra de cambio realizadas a los exportadores, con las distintas constancias que a cada una de ellas corresponde. Y mediante esos datos y los de las ventas de cambio que también reciben, el Banco Central está en condiciones de determinar continuamente la posición que cada banco tiene frente a cada una de las monedas. De manera que las operaciones se realizan en cada banco y las informaciones se centralizan y controlan en el Banco Central. Y para estar continuamente informado acerca de la cantidad de cada moneda que cada banco tiene, y de las operaciones de compra a los exportadores conforme se van realizando, se comunican por un servicio telefónico directo al Banco Central para que éste pueda tomar las decisiones que cada caso aconseje. Los bancos son, pues, los agentes de compra y venta del cambio. Pueden retener en su poder el cambio que compran; con la facultad de venderlo al Banco Central en cualquier momento, y la facultad del Banco Central de pedir ese cambio también en cualquier momento.

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

El Banco Central fija, asimismo, los tipos de cambio, tanto para la compra de letras de los exportadores como para la venta a los importadores. Pero como ello comporta no sólo una función monetaria sino también de política económica general por su in-

fluencia sobre el nivel de precios, nunca se hace una modificación de importancia sin la previa aprobación del Ministerio de Hacienda.

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

Asimismo, el Banco Central tiene la administración del Fondo de Divisas; todas las operaciones de compra y venta de cambios que hace en el mercado oficial o en el mercado libre, las hace en su condición de agente del Gobierno y por cuenta y riesgo del mismo; de manera, pues, que la liquidación final de las ganancias o pérdidas en estas operaciones de cambio no corresponden al Banco Central. Este recibe las instrucciones generales del gobierno acerca de la política a seguir y del tipo de cambio a establecer en las operaciones del Fondo de Divisas. Por cierto que, conociendo la índole de las operaciones de cambio, no se puede suponer que la intervención del Tesoro sea continua y detallada, sino que éste se limita a dictar normas o disposiciones generales y el Banco Central a cumplirlas e interpretarlas con la necesaria libertad de acción para resolver los distintos casos que se presenten. Eso sí, el Banco presenta una información muy detallada al Ministerio de Hacienda para que se sepa bien qué es lo que se hace y el Ministerio pueda cambiar sus directivas si así lo juzga conveniente. Al administrar el Fondo de Divisas, el Banco Central no solo opera en el mercado oficial, sino también en el mercado libre de cambios, de acuerdo con las instrucciones que él propone al Ministerio de Hacienda.

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

cios que ese capital ha devengado en los últimos años. El objeto de esta información no fue solamente conocer lo que ocurría, sino preparar elementos de juicio por si en el futuro llega a ser necesario tomar alguna medida en materia de servicios financieros. Con esa información se sabe qué es lo que cada empresa o firma ha estado acostumbrada a mandar y en qué consisten esas remesas.

8º. *Los bancos y entidades que operan en cambios.* — Expuestas así en forma general las funciones del Banco Central y de la Oficina de Control de Cambios, diremos ahora en pocas palabras en qué consisten las funciones de los bancos y demás instituciones autorizadas para operar en el país.

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

El cambio que los bancos compran a los exportadores, lo venden a los importadores, empresas financieras y demás remitentes de fondos; cobran también una comisión de uno por mil; y cuando en esa comisión interviene un corredor de cambio, cosa que se admitió por razones que veremos en seguida, ese corredor gana otro uno por mil. Ya dije antes que los bancos retienen la cantidad de cambio que desean y la venden en cualquier momento al Banco Central. Este puede pedir a los bancos ese cambio en todo tiempo; pero para darles cierta seguridad en cuanto a esos pedidos, se creó un régimen especial de cambio "declarado" y "no declarado". Si un banco compra libras esterlinas y declara al Banco Central que las adquiere y no desea entregarlas hasta finalizado el plazo de la

operación, puede hacerlo, pero pagando al Banco Central una pequeña comisión. Si no declara especialmente la compra, queda obligado a entregar las libras en cualquier momento. Medida ésta dictada en una oportunidad en que fue necesario pedir libras o dólares a los bancos, los cuales, no habiendo previsto el pedido por haberse acostumbrado a un período de abundancia, se vieron forzados a hacer operaciones de crédito un tanto cuantiosas en el exterior. Cuando un banco necesita cambio, ya sea por carecer del suficiente o por no tener esa moneda, la solicita del Banco Central. Este, cuando nota que un banco tiene una posición en descubierto, puede cubrirsela automáticamente sin consultarle, girándole la moneda necesaria, para evitar cualquier posición exagerada.

También dije que los bancos y los corredores son los agentes del Banco Central en el trámite de los permisos previos de cambio. Esto se hizo para evitar que el Banco Central debiera estar en contacto con los miles y miles de importadores, a quienes hubiera tenido que atender; en cambio, dividida la tarea entre muchos bancos y muchos corredores, se descentraliza; y el Banco Central sólo interviene en los casos especiales.

Por otro lado los bancos y los principales corredores de cambio conocen muy bien todas las circulares y todo el sistema y son los consejeros naturales del comercio. Eso ha demostrado ser un procedimiento eficaz.<sup>19\*</sup>

Los bancos intervienen también en el trámite de los llamados despachos a plaza. Cuando llega una mercadería pedida de acuerdo con un permiso previo de cambio, el importador, antes de despacharla de la aduana, necesita ir a un banco para comprar al contado o a término el cambio correspondiente. Una vez que el banco pone en el documento correspondiente la constancia de que ha vendido el cambio, pasa ese formulario por el Banco Central, quien toma nota también del cambio vendido, después de lo cual el importador puede despachar la mercadería por la aduana. Esto se hace no solo para llevar una constancia de las operaciones y saber en qué posición se está y vigilar el cumplimiento de las disposiciones de los importadores, sino también para verificar el tipo de cambio que corresponde a cada operación. Los bancos tienen una gran cantidad de planillas estadísticas que llenar en estas opera-

ciones y por eso también se ha sido liberal en la comisión que se les paga. Hemos observado, sobre todo en los primeros tiempos, que hacían estas tareas en forma bastante deficiente, tanto que en los primeros tiempos del sistema notamos que algunos bancos no sabían cuál era su posición de cambio en algunas monedas, de manera que el Banco Central tuvo que mantenerse en contacto directo con cada banco hasta llegar a un estado de cosas satisfactorio y en el cual se produjeran muy pocos errores.

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

9°. *Los corredores de cambio.* — Llegamos finalmente a los corredores. Antes del sistema de control de cambios, el corredor tenía un papel eficaz en el mercado, como en todo mercado libre; pero una vez establecido aquél, pudo haberse desbaratado toda la organización de los corredores. Sin embargo, por la misma razón por la que no se quiso monopolizar los cambios cercenando las tareas de los bancos, se trató de mantener con vida a los corredores de cambios, tratando de utilizarlos en la aplicación del sistema y en el asesoramiento de los importadores y exportadores. En materia de exportación no es indispensable la intervención de un corredor, pues se trata de grandes negocios y los exportadores están en contacto muy íntimo con los bancos; hubiese sido demasiado artificioso el imponer la colaboración del corredor. Si un exportador quiere tomarlo y pagarle una comisión especial, puede hacerlo; en la mayor parte de los casos no ocurre así. Pero en la im-

portación sí, porque es mayor el número de importadores y menor la especialización que éstos tienen en materia de cambios. De manera, pues, que si bien la intervención del corredor no es obligatoria, se ha establecido un sistema por el cual el banco, como he dicho, cobra el uno por mil, y si el corredor interviene, éste recibe otro uno por mil, pagado por el Fondo de Beneficios en Cambio.<sup>20\*</sup>

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

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

más nos demostró errores e imprevisiones antes de emitida la circular.

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

Los exportadores que han vendido cambio solicitan con frecuencia la anulación total o parcial de las operaciones. Estas anulaciones pueden ser aprobadas por los mismos bancos que han comprado el cambio; para ello hay ya reglas fijas. Si el dólar ha subido, se le devuelven menos dólares al importador, aplicándole el nuevo tipo y si ha bajado, se le devuelve igual cantidad de dólares al tipo anterior, para evitar la maniobra en que el exportador des-

haga una operación, cosa que nosotros no podemos justificar a la distancia para beneficiarse con un nuevo tipo de cambio.<sup>23\*</sup>

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

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

También nos encontramos alguna vez con esta situación incómoda en lo que respecta al monto de los permisos. Para muchos artículos no había limitación para otorgar permisos y se daba al importador cualquier cantidad de cambio que solicitaba, especialmente cuando se trataba de importaciones con países con convenios, como la Gran Bretaña. Como al importador no le costaba nada tener el doble o el triple del monto que necesitaba, pedía cantidades mucho mayores. Y así pudimos observar que cuando se hizo necesario imponer restricciones a un artículo que no las había tenido anteriormente, nos encontramos con que había una gran masa de permisos pendientes que correspondían a un año o un

año y medio de importaciones, de tal modo que, al establecer la restricción, hubiésemos tenido que esperar un año y medio para lograr sus efectos. Tanto que en ese momento comprobamos que, por lo general, se pedía el 40 por ciento más de cambio del que realmente se usaba. Fue necesario dictar una disposición para obligar al importador a usar, por lo menos, el 90 por ciento del cambio solicitado; por la parte que dejaba sin utilizar, tenía que pagar un recargo de 10 por ciento. Fue un procedimiento un poco duro, pero no se encontró otro para poner en orden el sistema; y dio buen resultado porque desde ese momento el importador se acostumbró a pedir sólo lo necesario. Con motivo de la guerra, desde luego, tuvo también que interpretarse con mucha elasticidad esa disposición, puesto que no dependía ya del importador el que pudiese traer el artículo que necesitaba.<sup>23\*</sup>

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

El punto más delicado en materia de importación es el que tocamos incidentalmente en la última conversación: el valor de la mercadería. Se estableció el régimen de la visación consular de las facturas. Hay sin duda posibilidades de evasiones tanto mayores cuanto mayor es la diferencia entre los tipos de los mercados oficial y libre. No puedo decir que el sistema haya sido absolutamente satisfactorio; si bien es cierto que no se han conocido casos de filtraciones importantes, debe admitirse la posibilidad de que haya podido haber ventas en pequeñas cantidades en el mer-

cado libre. Como dije en la conversación anterior, alguna vez se había pensado en la posibilidad de establecer aforos de importación, dando para cada unidad de mercadería una determinada cantidad de cambio y obligando a comprar el resto en el mercado libre. Se descartó esa medida porque la diferencia entre el tipo vendedor más alto del mercado oficial y el del mercado libre se redujo, y no fue indispensable aplicar esas medidas; pero en caso de tener que acudir nuevamente al sistema, tendrá que buscarse una solución de esta naturaleza, sin perjuicio de otras formas, como la colaboración de los gremios interesados, la publicidad, las declaraciones, etc., teniendo en cuenta que lo fundamental es poner a todos los importadores en igualdad de condiciones. Ello es más importante que evitar la filtración de cambio, porque si todos tienen la misma oportunidad de vender lícitamente diferencias de cambio en el mercado libre en virtud de la fijación de un aforo, la competencia regula naturalmente la situación de todos ellos.

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

13. *La Dirección de Réditos.* — Finalmente, con motivo de esa reorganización, los inspectores que antes trabajaban directa-

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

## 25. ESTRUCTURA Y FUNCION DE LA OFICINA DE CONTROL DE CAMBIOS

Finalmente diré algunas palabras con respecto a la organización de la Oficina de Control de Cambios. Esta fue una oficina que, como ustedes recordarán por mi explicación anterior, se tuvo que improvisar en los primeros tiempos y siempre hubo acerca de ella el concepto de que era una oficina transitoria destinada a desaparecer muy pronto. De modo que, en los primeros años, tuvo más bien una vida precaria, que no contribuyó precisamente a su buena organización, sino a dejar las cosas en ese terreno de improvisación en que tuvo que funcionar al principio. Además, había fallas de personal: la Oficina se constituyó con el personal administrativo común del Ministerio de Hacienda, cuyas normas de selección no son todo lo estrictas que requiere un personal especializado en una función de cambios. Además, no fue un personal muy numeroso porque se creyó que la tarea era mucho más simple de lo que resultó en realidad. Esa falla se notó pronto, cuando

creció en tal forma el trabajo, que la oficina empezó a tener una marcha deficiente y dar, por tanto, una defectuosa atención al público.

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

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

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

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

pues, a la conclusión de que si no se creaba un núcleo independiente de los funcionarios que tenían la tarea ejecutiva, la mezcla de las dos tareas conducía fatalmente a la inelasticidad, o a la falta de previsión, o a la falta de imaginación de quienes tienen el sistema en sus manos; cosa esencial para ir aprovechando las enseñanzas de la realidad y sacando las conclusiones de los hechos conforme se presentan.

En cuanto a la atención del público, se estableció un sistema sumamente sencillo. En lugar de tener contacto directo con él, se estableció un formulario, en el cual cada uno de los interesados declaraba el motivo de su reclamación o de su queja, porque se observó que gran parte de la gente que iba allí, lo hacía con desconocimiento de las circulares y resoluciones de control de cambios. Parece éste un detalle sin importancia, pero la tiene en realidad, porque ese formulario escrito permite que la vigilancia de la resolución de los asuntos o del asesoramiento que el personal presta al público, puede ejercitarse también desde arriba y puedan los de arriba saber qué resultado van dando las disposiciones en el público para poder tomar las medidas necesarias. Para mantener informado al público se expedían circulares en donde se exponía la forma en que se resolvían los asuntos y especialmente se llamaba la atención sobre todos los casos de excepción o de interpretación especial, para que todos los que estuviesen en iguales condiciones pudieran solicitar el mismo tratamiento.

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

Toda la experiencia que se recogió en la atención de los asuntos de cambio, ha sido aprovechada para dar los certificados

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

Finalmente, recogiendo la mala experiencia que en materia de inercia, falta de elasticidad y lentitud, había tenido la Oficina de Control de Cambios, además de la nueva organización implantada dentro del Departamento de Cambios del Banco Central, se estableció, en la propia Gerencia del Banco, un sencillo mecanismo de control, con funcionarios superiores, para vigilar el trámite de todos los permisos y sobre todo para seguir la política del control de cambios y evitar la arbitrariedad que con tanta frecuencia habíamos comprobado en la resolución de ciertos asuntos. Dado el enorme número de problemas y la multiplicidad de los casos, es indispensable dejar la solución de gran parte de ellos al personal inferior. Pero no es posible dar a éste grandes facultades, gran discreción en cuanto a las decisiones, porque todo el sistema se desarticularía. El Banco trató de remediar, tanto en el control

de cambios como en el otorgamiento de permisos de necesidad, las consecuencias perjudiciales que para el comercio tenían las resoluciones negativas; generalmente ese personal inferior a cuyo cargo está la decisión de muchos asuntos, opta, en caso de duda, por resolver negativamente, ya sea porque no quiere cargar con responsabilidades, o sencillamente porque adquiere él mismo una noción exagerada de su importancia al decir que no, sobre todo cuando la gestión corresponde a asuntos de cierta magnitud. Llegamos así a esta conclusión: que el control de los casos resueltos afirmativamente, era bastante sencillo, pero no así el de los casos resueltos negativamente. Entonces se establece este sistema: cuando se resolvía afirmativamente un asunto, su verificación se hacía dentro del propio departamento por los órganos del control que se había establecido; pero cuando se resolvía negativamente (cuando se negaba un permiso de cambio, un certificado de necesidad o una solicitud para entrada de capitales), el asunto tenía que ir al Jefe de Sección; si éste volvía a decir que no, tenía que ir al Jefe de Departamento; si éste insistía en el no, tenía que ir al Subgerente adscrito que vigilaba la aplicación del sistema, y si el Subgerente adscrito también negaba, el asunto pasaba a la Gerencia General, que otorgaba el visto bueno definitivo. En casos muy contados quedaba, sin embargo, la apelación al Ministerio de Hacienda. En esa forma se logró evitar una gran cantidad de reclamaciones e introducir un elemento de gran elasticidad en las disposiciones.

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

brá que recurrir en el futuro.<sup>24\*</sup>

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

(7 de febrero de 1944)

## NOTAS SOBRE LAS CONVERSACIONES ACERCA DEL CONTROL DE CAMBIOS

(Parte segunda)

### NOTA 1

*Sr. Gómez:* —¿Me perdona?

*Dr. Prebisch:* —Sí, señor.

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

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

*Sr. Gómez:* —¿No había banco central?

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

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

*Dr. Prebisch:* —Hubo contracción de crédito.

### NOTA 2

*Dr. Prebisch:* —¿Decía algo, señor Gómez?

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

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

### NOTA 3

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

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

*Sr. Villaseñor:* —¿De pesos?

*Dr. Prebisch:* —De pesos. Es decir, que no solamente habíamos vaciado buena parte de nuestras tenencias de oro, reduciéndolas de 1.100 millones en 1926 a 500 y pico en el momento de la fundación del Banco Central, sino que también habíamos acumulado esos otros 500 millones de adeudos.

### NOTA 4

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

*Dr. Prebisch:* —Los siguientes: para la compra de cambio a los exportadores

el de 15 pesos por libra esterlina. En el mercado oficial anterior el cambio había estado a 12,85. Se pasó a 15. Ahora vamos a ver la existencia de otros tipos.

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

*Dr. Prebisch:* —El de 12,85.

*Sr. Villaseñor:* —¿El anterior?

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

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

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

NOTA <sup>5</sup>

*Sr. Villaseñor:* —¿Adónde iba ese beneficio?

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

NOTA <sup>6</sup>

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

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

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

*Dr. Prebisch:* —No señor. Se procedió en esta doble forma, como lo voy a explicar después al ver los aspectos técnicos. Se abrió un registro y los exportadores quedaron divididos en dos grupos. Los exportadores autorizados a exportar con la mera declaración, eran las casas serias, y los exportadores pequeños, o poco conocidos, y sin mayor responsabilidad, que tenían que garantizar mediante la intervención del Banco, la entrega de cambio. Pero era muy fácil seguirlos, por cuanto se puede vigilar muy bien la exportación física, que multiplicada por el aforo, daba la deuda de cambio de todos los exportadores. Y así se llevaba para cada firma un registro con el cambio que iba produciendo y el cambio que iba entregando. A veces se notó que algunas firmas lo demoraban mucho y se les obligó a entregarlo.

NOTA <sup>7</sup>

*Sr. Villaseñor:* —¿Esos títulos en moneda extranjera devengaban intereses?

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

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

*Dr. Prebisch:* —No. Se emitieron títulos nuevos.

*Lic. Martínez Ostos:* —¿Fueron empréstitos especiales?

*Dr. Prebisch:* —Fueron empréstitos especiales. Se tomaron los fondos en pesos acumulados en los bancos, esos fondos se transfirieron al gobierno, el gobierno entregó los títulos.

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

*Dr. Prebisch:* —En aquellos años iniciales nuestras estadísticas no nos permiten satisfacer su pregunta. El mercado libre en aquellos tiempos representaba aproximadamente el 20% o el 25% del conjunto de transacciones; pero hubo épocas en que adquirió una importancia muy grande; justamente en los años 36 y 37 que entra mucho capital, el mercado libre se desarrolla.

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

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

*Sr. Gómez:* —¿Nada más que con Brasil?

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

*Sr. Urquidí:* —¿Considera Ud., que la caída de la libra o la fuga de capitales fue lo que precipitó la implantación del control de cambios?

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

*Sr. Urquidí:* —¿Y cómo se explica la sobrevalorización del peso argentino, es decir, el tipo de cambio demasiado bajo del dólar?

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

*Sr. Urquidí:* —Pero se restablece el equilibrio.

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

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

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

*Sr. Gómez:* —Pero no muy lejos.

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

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

*Dr. Prebisch:* —A las dos cosas, porque al fijarse el precio de los granos, simultáneamente con la depreciación monetaria, se tuvo en cuenta el precio anterior más el incremento que correspondía a la depreciación. El trigo estaba, digamos, para tomar cualquier cifra, m\$ñ 4,00, cuando el cambio se había fijado artificialmente. Se desplaza el cambio, se aprecia la libra en un 20% y los m\$ñ 4,00 que valía el trigo aumentan en un 20%. El nuevo precio fue el mínimo que fijó el gobierno. Era el precio anterior del mercado más el incremento correspondiente a la depreciación. Para evitar que la depreciación afectara los precios internacionales del grano, se estableció el sistema de la Junta Reguladora de Granos.

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

*Dr. Prebisch:* —Aquí está una gráfica: justamente nos va a ilustrar sobre el problema. Fue a comienzos del 33. ¿No es así? En marzo de 1933. En ese momento cae el dólar y mantuvimos la libra.

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

*Dr. Prebisch:* —Sí, la mantuvimos.

## NOTA 8

*Sr. Gómez:* —¿La reserva absorbe la diferencia?

*Dr. Prebisch:* —Así es.

## NOTA 9

*Sr. Gómez:* —¿Pero era obligatorio que importaran?

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

## NOTA 10

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

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

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

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

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

*Dr. Prebisch:* —En 1938 se vendería en el mercado oficial alrededor de un 85%; pero con la guerra y el desarrollo de las exportaciones de gran cantidad de productos nuevos y productos industriales principalmente, la proporción es mayor. En este momento la exportación no regular debe llegar a un 30%.

## NOTA 11

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

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

## NOTA 12

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

*Dr. Prebisch:* —Hubo muy escasas salidas de capital. Poco tiempo después del cambio de gobierno pudieron notarse salidas de fondos al Uruguay, que interpretamos al principio, como manifestaciones de la desconfianza creada por la nueva situación; luego advertimos que se trataba de fondos que iban a colocarse en una emisión de títulos del Uruguay en condiciones de mayor rendimiento y exceptuados del

impuesto a los réditos. Así que no se pensó en ese momento en poner ninguna traba, al contrario, eso descongestionaba el mercado. Pero al solicitar este decreto al Poder Ejecutivo, el Banco Central no solamente actuó bajo la preocupación de las circunstancias del momento, sino con el deseo de tener en la mano un instrumento restrictivo para la salida de fondos sin esperar a que llegara a presentarse, pues ya la experiencia nos había enseñado que se requiere un tiempo bastante largo para persuadir al gobierno. Pero, además, no solo queríamos tener un decreto, sino instrucciones del Ministerio de Hacienda autorizándonos a tomar determinadas medidas restrictivas en caso de que la realidad se invirtiera. El Banco Central obtuvo las instrucciones y quedó entonces en condiciones de poder tomar esas medidas. Ese fue uno de los propósitos fundamentales que se tuvo.

Como el gobierno ya había declarado, y por cierto con toda sinceridad, su propósito de volver al mercado libre de cambios, (en lo que coincidía el Banco Central), estas medidas significaban una desviación muy importante de esos propósitos iniciales, desviación en que incurrimos consciente y deliberadamente bajo la presión de las nuevas circunstancias que se habían creado, pero sin dar, ni a la medida de entrada o salida de capitales que eventualmente podían tomarse, el carácter de medidas permanentes, sino de muy transitorias, para normalizar el mercado libre de cambios.

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

*Dr. Prebisch:* —En 1939, cuando se impuso la necesidad de controlar severamente las importaciones, se decidió pasar las importaciones del mercado libre al mercado oficial, y en 1943, las exportaciones. Habíamos dejado las exportaciones en el año 39 (a pesar de la tentación de sacarlas junto con las importaciones), para alimentar el mercado libre que había sufrido una presión muy grande del lado de la demanda.

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

*Dr. Prebisch:* —Eso es.

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

*Dr. Prebisch:* —Eso es. Eso alivió un tanto al mercado libre.

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

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

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

*Dr. Prebisch:* —No señor. En 1939 y 40 no compramos en el mercado libre, sino que más bien vendimos para mantener el mercado y evitar que el dólar fuese demasiado arriba.

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

*Dr. Prebisch:* —Del mercado oficial.

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

*Dr. Prebisch:* —Quedaban especialmente las operaciones de inversión de fondos y las remesas por distintos conceptos que se hacen a través de ese mercado. Aquí tengo las cifras de fondos libres en 1942 y una aproximación para 1943. En 42 entraron 235 millones netos, esto es, entradas menos salidas de fondos; los fletes y gastos de puerto de los vapores: 86 millones, también ingresan en el mer-

cado libre; y varios renglones por 26 millones. En 1943, con las medidas de control de fondos, se reducen las inversiones a 41 millones de pesos; en cambio, los fletes y gastos de puerto pasan a 126 millones y los otros renglones a 62 millones. De manera que ustedes ven que quedan cerca de 250 millones de entrada todavía en el mercado libre, de los cuales 41 son movimientos de capital. Eliminando esos 41, todavía quedarían unos 200 millones. Hemos observado que las remesas pequeñas son bastante considerables en conjunto y pueden calcularse en un mínimo de 5 millones por mes, tanto en un sentido como en otro, aun en tiempos de escasez de cambio. En tiempos de abundancia, han sobrepasado de los 100 millones.

*Sr. Gómez:* —¿Remesas de familiares?

*Dr. Prebisch:* —Remesas de familiares, pago de comisiones, de seguros y otros distintos conceptos. Hablo de remesas de Argentina a países extranjeros, y de países extranjeros a Argentina.

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

*Dr. Prebisch:* —Así es.

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

*Dr. Prebisch:* —Recuerdo varios casos típicos. Por ejemplo: solicitud para comprar acciones de sociedades anónimas existentes en la bolsa.

*Lic. Cosío:* —¿De compañías industriales?

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

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

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

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

*Dr. Prebisch:* —Desde luego.

*Lic. Cosío:* —¿Del extranjero?

*Dr. Prebisch:* —No. En centros financieros del exterior, no lo creo; más bien en algunas instituciones financieras locales que habían empezado a trabajar en forma activa en la inversión de fondos y que creían, como se creyó también en 1937, que Buenos Aires estaba destinado a formar un gran mercado financiero. Puede ser que sea un exceso de optimismo que nosotros no podíamos compartir por considerar que el país no está maduro todavía para ese género de negocios que pueden dejar alguna ganancia a casas financieras, pero que significan trastornar nuestra estructura monetaria. Recuerdo que gente de mucha autoridad que creía en esos tiempos de entrada de grandes fondos (1936 y primera mitad de 1937) que ésto constituía un desarrollo financiero permanente para el país, y los hechos destruyeron esa ilusión, en la segunda mitad de 1937 durante la cual, como ustedes recordarán, salieron

rápidamente todos los fondos. No tiene nuestro país madurez suficiente para ello. Puede ser que en lo que respecta a los países limítrofes eso sea posible, pero las ventajas que ello comporta son, a mi juicio, y según mi experiencia personal, muy inferiores a las desventajas que representa la existencia de los fondos monetarios. Con todo, creo que en una nueva organización del mercado libre nos servirá esa experiencia para establecer un régimen que permita aprovechar al máximo las ventajas y comprimir al mínimo las desventajas.

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

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

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

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

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

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

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

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

Eso ocurrió en esa segunda fase del mercado, pero después, en 1938, cuando volvieron a aplicarse restricciones de cambio, el permiso adquirió nuevamente el carácter de instrumento restrictivo, a la vez que selectivo. La crítica que se ha hecho sobre las discriminaciones es inexacta si por discriminación quiere decirse elección

deliberada de un propósito. Hemos tenido nosotros una continua discusión con Estados Unidos durante todo ese período acerca de nuestra política de permisos previos; discusión que terminó en 1941 con la firma de un convenio comercial en el cual se reconoce, por primera vez, y eso nos costó muchísimo trabajo en Washington, que la Argentina, debiendo atenerse a convenios de cambio, sobre todo a partir de la guerra, con una acumulación creciente de libras bloqueadas, no tenía más remedio que desviar las importaciones hacia la Gran Bretaña para utilizar esas libras bloqueadas. En el convenio firmado con Estados Unidos hay una nota en la cual se reconoce que mientras tengamos libras bloqueadas y no se llegue a un procedimiento para transformarlas en divisas libres, la Argentina no tiene más remedio que discriminar. Estaban persuadidos en el Departamento de Estado, y eso lo pude comprobar en dos meses de discusión, que nosotros habíamos abrazado por propia deliberación el sistema de convenios de compensaciones por simpatía con el régimen establecido por Alemania para sus pagos exteriores; les demostré que el primer convenio de cambio que hicimos, no lo hicimos con Alemania sino con Inglaterra, en las circunstancias que expliqué la vez pasada.

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

*Dr. Prebisch:* —Así es.

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

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

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

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

*Sr. Gómez:* —El Fondo les permitiría a Uds., descontar parte de esas libras bloqueadas.

*Dr. Prebisch:* —...mediante su aplicación para reducir nuestra deuda con la Gran Bretaña. Explicó en la última conversación las operaciones de repatriación de la deuda pública en libras, que llega más o menos a 500 millones de pesos y que nos liquidan una buena parte de lo que hoy existe, pero seguramente en este año de 1944 acumularemos, como van las cosas, una cantidad muy grande; entonces sería el caso de estudiar la repatriación de inversiones privadas como el medio quizá más conveniente para el país, sin esperar 20 años para la liquidación de las

libras. Lo cierto es que es muy difícil que se puedan liquidar esas libras por compras equivalentes de mercaderías, salvo en ese período tan largo. Pero no es tanto el problema de liquidación de lo acumulado en el pasado, porque alguna forma encontraremos (ya sea comprando ferrocarriles o empresas de servicios públicos); lo grave es la continuación del proceso. Lo grave sería que nos vísamos nuevamente forzados por falta de un entendimiento monetario internacional, a seguir en ese sistema de compartimientos que es tan absurdo.

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

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

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

*Dr. Prebisch:* —Sí, puede darla, y hará lo posible sin duda para cumplirla.

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

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

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

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

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

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

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

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

*Lic. Cosío:* —¿Qué no tienen utilización?

*Sr. Gómez:* —Lo cual no puede suceder.

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

*Sr. Urquidí:* —Su solución está afuera.

*Dr. Prebisch:* —Naturalmente.

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

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

*Sr. Gómez:* —Cualquier sistema tiene que hacerlo.

*Dr. Prebisch:* —Cualquier sistema tiene que llegar, fatalmente, a eso. Y no aparece muy claro que así pueda ocurrir, en el plan de Estados Unidos: el reconocimiento del hecho de que no hay sistema monetario, no hay arbitrio que pueda perdurar si no se resuelve el problema fundamental del comercio internacional, ya sea mediante rebaja de tarifas, lo cual parece cada vez más difícil, o gracias a una política de plena ocupación en Estados Unidos que, a mi juicio, es lo que tal vez pueda aproximarnos a la solución del problema. Ella permitiría importar todo lo que exceda o rebasa de la copa. Pero no hay otra solución, y si no se llega a un plan monetario, el Imperio Británico seguirá con su plan de libras, nosotros seguiremos acoplados, como anteriormente, a este plan, en la medida en que convenga a nuestros intereses y así otros países. Si el sistema se extiende, llegaremos a una serie de compartimientos que convergen en una forma o en otra hacia Estados Unidos, dentro de los cuales, a la larga, no se comprará más de lo que se venda y reciba en préstamo de Estados Unidos.

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

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

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

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

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

*Dr. Prebisch:* —No da más libras, pero hemos contribuido a resolver un problema de esos países con respecto a la Argentina.

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

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

NOTA 13

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

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

*Sr. Gómez:* —¿Uno bajó de 4,91?

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

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

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

NOTA 14

*Sr. Urquidí:* —¿Se pensó alguna vez conceder subsidios a ciertos importadores

en forma de exención de impuestos de aduanas en lugar de establecer tipos de cambios distintos?

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

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

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

NOTA 15

*Sr. Urquidí:* —¿El fondo de divisas intervino alguna vez en el mercado libre?

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

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

*Dr. Prebisch:* —Ingresaron grandes cantidades de fondos en el país en los años 56 y primera mitad de 57, fondos, a corto y largo plazo, que buscaban colocación transitoria; y luego, en la mitad de 57, se produjo el movimiento inverso ante la noticia de una mala cosecha y acontecimientos políticos en el Brasil.

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

*Dr. Prebisch:* —Por esta razón: la gente interpretaba equivocadamente que el mercado libre reflejaba el valor del peso argentino, y al ver que el dólar subía, se consideraba que el peso argentino se devaluaba continuamente. Era un fenómeno en gran parte psicológico, provocado desde luego por los que en el mercado salían perjudicados por esos tipos altos. La gente no se había acostumbrado todavía al mercado libre, fue la experiencia inicial. Nosotros teníamos una gran confianza, sabíamos que eso no podía producir ningún daño al país, pero la mayor parte del mercado se sentía muy nerviosa y perturbada por ese desplazamiento. Siempre se había medido el valor del peso a través de lo que ocurría en un mercado libre, sin considerar que ya no tenía el significado de antes.

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

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

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

*Dr. Prebisch:* —No, porque el permiso de cambios ya es una compra de futuros; en el mismo permiso se establece el tipo. Por eso no se perjudicaba en ninguna

forma a los importadores del mercado oficial. Por eso me refiero a una perturbación eminentemente psicológica, pero fue tan general, que dejó un tanto resentido al Banco Central y temeroso de moverse con mucha libertad en el futuro, y eso influye mucho en la experiencia que se inicia en 1941.

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

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

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

*Dr. Prebisch:* —Y que permite prescindir del control.

## NOTA 16

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

*Dr. Prebisch:* —Solamente con eso, en lo que concierne a las exportaciones.

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

*Dr. Prebisch:* —No. Se cubren solo los que no se abonan por el mercado oficial.

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

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

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

*Dr. Prebisch:* —En el mercado libre.

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

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

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

*Dr. Prebisch:* —Así es.

*Sr. Gómez:* —¿Y para salida de capitales?

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

## NOTA 17

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

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

*Sr. Gómez:* —¿Y con Alemania?

*Dr. Prebisch:* —Con Alemania se han hecho también en los primeros tiempos algunas operaciones, pero después del control se negó terminantemente la autorización de operaciones individuales. Tanto es así, que la idea de esa corporación para la propo-

sición del intercambio que se creó en el año 1941, fue la de estimular nuevas exportaciones para usar el cambio resultante en nuevas importaciones o en acrecentarlas. Sin embargo, no se quiso hacerlo en forma individual; se les indujo a formar una corporación para que el cambio procedente de esas nuevas exportaciones no se entregara a cada uno de los importadores que hubieran hecho esas importaciones, sino que se distribuyera en conjunto y proporcionalmente entre todos. La corporación tenía la responsabilidad de vender ordenadamente en el mercado. Hubo que luchar mucho, porque recuerdo que las principales firmas de automóviles, las más interesadas debido a la restricción de las importaciones, querían tener el provecho individual de la operación. Una de las firmas más importantes ya había estudiado una gran cantidad de productos que podían mandarse al mercado de Estados Unidos y quería que se le diese a ella todo el cambio proveniente de esas ventas.

*Sr. Gómez:* —¿Para su propia marca?

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

*Sr. Gómez:* —¿Al abatirse los precios?

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

## NOTA 18

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

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

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

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

## NOTA 19

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

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

## NOTA 20

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

*Dr. Prebisch:* —Sí señor, y justamente lo que se ha querido con este nuevo procedimiento es que el corredor intervenga en la mayor parte de los casos. Antes el banco tenía una comisión de dos y medio por mil y si intervenía un corredor, cedía el medio por mil; de tal suerte que el banco tenía interés en desalojar al corredor. A consecuencia de esto los corredores comenzaron a perder negocios. Con el nuevo procedimiento el corredor vuelve a asociarse a las operaciones de cambio, cosa que para el Banco Central ha tenido la ventaja no solo de no desbaratar un

sistema que puede ser útil cuando se vuelva a activar el mercado, sino para ir formando en los corredores especialistas en la aplicación del sistema control de cambios, gente que conozca muy bien las circulares y pueda asesorar al público. Además, el contacto del Banco Central con los corredores ha resultado de importancia por cuanto los corredores son, por lo general, gente muy bien informada en la plaza, saben todo lo que está ocurriendo y si el Banco Central está en contacto con ellos, tiene, además de sus propios informantes y de sus estadísticas, la forma de ir captando todas las noticias importantes que circulan.

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

*Dr. Prebisch:* —Ya existían.

*Sr. Villaseñor:* —¿Pero en qué correteaban?

*Dr. Prebisch:* —En cambios y títulos.

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

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

NOTA 21

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

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

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

*Dr. Prebisch:* —En cualquier momento.

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

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

NOTA 22

*Sr. Gómez:* —Puede perder, nunca ganar.

*Dr. Prebisch:* —Eso es.

NOTA 23

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

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

NOTA 24

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Parte Tercera

# LA POLITICA MONETARIA INTERNA

ASPECTOS  
GENERALES

26. EVOLUCION DE LOS CONCEPTOS DE POLITICA  
MONETARIA INTERNA

27. BANCO CENTRAL DE TIPO ORTODOXO

## 26. EVOLUCION DE LOS CONCEPTOS DE POLITICA MONETARIA INTERNA

1º. *Experiencias de la regulación monetaria.* — Entraremos ahora al examen de la política de regulación monetaria interna seguida por el Banco Central. En esta materia los doce últimos años han sido en mi país años de una experimentación variada e interesante en que se ha perseguido, con desigual intensidad, el propósito de amortiguar, primero, la incidencia de las crisis mundiales; después, el de atenuar las fluctuaciones cíclicas y, finalmente, contrarrestar la influencia depresiva de los primeros tiempos de la guerra.

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

2º. *La política ortodoxa.* — Me referí en alguna otra oportunidad a los primeros años de la crisis mundial, en los cuales prendió fuertemente en la dirección monetaria y financiera el virus ortodoxo. En ellos, precisamente cuando se comprimía con gran

violencia la actividad económica interna, la de la industria, que era muy pequeña, pero ya de algún significado, y la de las construcciones, que tanta importancia ha tenido en la vida del país, se sigue una política típica de deflación: reducción fuerte de los gastos públicos, contracción de las obras públicas, aumento de impuestos y, en la esfera bancaria, la restricción de crédito.

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

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

3º. *Nueva orientación circunstancial en 1933.* — La opinión calificada del país vivió en esos tiempos pendiente del restablecimiento mundial. Y así tenemos una gran desilusión cuando en el año 1933, fracasa la Conferencia Económica Mundial en Londres, de la cual se esperaba el restablecimiento del comercio mundial y una serie de medidas que podrían tonificar la situación general. En ese momento el país reacciona contra esa política ortodoxa al alterar los cambios en 1933. Variando el valor del peso en la forma en que hemos visto. No se pretende con ello

tomar una medida aislada; sino que formaba parte de un plan de acción económica que el gobierno emprendió en ese momento. En ese plan, por supuesto, el deseo de equilibrar el balance de pagos forma el capítulo de mayor urgencia; pero al desplazar el valor de la moneda se quiso al mismo tiempo favorecer a toda la economía agraria del país, a expensas de otros sectores de la colectividad, especialmente los consumidores de mercaderías importadas y los remitentes de servicios al exterior. Hubo una verdadera redistribución de utilidades dentro de la colectividad en la que el productor agrario vio aumentar las suyas en 20 por ciento, lo cual significó un considerable alivio económico.

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

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

## 27. BANCO CENTRAL DE TIPO ORTODOXO

Pero no se pretende en aquella época, esto es, en el año 1933, sentar las bases de una nueva política monetaria. Todos tienen la convicción de que estas medidas son de carácter extraordinario, como lo eran los hechos que trataron de corregir. Tanto que en 1935, cuando se crea el Banco Central, si bien se deja subsistente el instrumento de control de cambios, pero con el ánimo de desembarazarse de él y de volver al mercado libre de cambios y a

la estabilización monetaria una vez que las circunstancias así lo permitan. El Banco Central, aun cuando en el mensaje que el Ejecutivo envía al Congreso a propósito de su creación, se advierte una preocupación reiterada por los movimientos de orden cíclico, surge como entidad de tipo ortodoxo, en su creación inicial, en el cual se introduce alguna forma nueva de actuar en el mercado, pero no tanto para mantener la actividad económica interna, como para estabilizar el valor de la moneda. Tanto que uno de los propósitos del Banco Central, es el de formar reservas suficientes para hacer frente a las perturbaciones que el movimiento de las exportaciones o las fluctuaciones en la inversión de capitales extranjeros causen sobre la actividad bancaria y económica, a fin de mantener el valor de la moneda. La preocupación de orden exterior prevalece en el concepto de los creadores del Banco Central, si bien se reconoce que nuestro país tiene características típicas, que aconsejan obrar, no solamente con el redescuento, sino también con instrumentos de absorción de fondos, para atenuar la repercusión de las fluctuaciones cíclicas. Como se ve, aun no se define con claridad el concepto o la aspiración de conseguir una actividad económica interna estable dentro de lo posible.

Sin embargo, leyendo el Mensaje, se nota cierta actitud de precaución cuando se dice que el propósito es crear un banco que permita mantener el valor de la moneda, que permita retornar a la normalidad monetaria; pero siempre que lo hagan las principales naciones del mundo y se restablezca el comercio internacional. Mas si prevalece el régimen de economías cerradas, —ya conocíamos la experiencia británica con respecto a nuestro propio comercio— agregaba el Mensaje, el país tendrá en el Banco Central los medios de adaptar su política a esta situación de hecho en defensa de los intereses nacionales.

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

## Capítulo VIII

### ETAPAS DE LA POLÍTICA MONETARIA

#### 28. DESARROLLO DE LOS CICLOS ECONOMICOS EN LA ARGENTINA

#### 29. PRIMERA ETAPA: LA POLITICA DE ABSORCION EN LA FASE CICLICA ASCENDENTE

#### 30. SEGUNDA ETAPA: LA DE TRANSICION

#### 31. TERCERA ETAPA: LA POLITICA EXPANSIVA DEL CREDITO

## 28. DESARROLLO DE LOS CICLOS ECONOMICOS EN LA ARGENTINA

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

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

Desde luego que también se agrega a este mecanismo el redescuento, sólo que con funciones limitadas. Cuando en la fase descendente, o en momentos en que se pierde una cosecha o se reduce la exportación, se exporta metálico, conviene aliviar la

situación de la plaza por medio del redescuento a fin de que no sobrevenga una contracción del crédito que afecte indebidamente las actividades agrarias y las conexas, o sea, ayudar a la economía del país a esperar un momento más propicio.

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

Así, esta primera etapa en las ideas monetarias da lugar a la primera intervención del Banco Central en el mercado, en la fase ascendente que va de 1935 a mediados de 1937; pero cuando sobreviene la fase descendente, primera en la experiencia del Banco Central, las circunstancias le obligan a dar un paso más adelante en la evolución de sus conceptos monetarios. El Banco, aleccionado por su primera experiencia, considera que no basta en la fase ascendente evitar que los bancos dilaten su crédito, sino que, al mismo tiempo, lo es recoger una parte del poder adquisitivo de manos del público para evitar que el desarrollo de la actividad económica sea muy intenso, y, luego, devolvérselo durante la fase ascendente para que la contracción tampoco sea muy intensa. Es decir, la política que quiso delinearse en ese momento se limita a suavizar la curva cíclica. Esto constituye la segunda etapa en la evolución de nuestras ideas de política monetaria.

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

El desarrollo ulterior de la guerra, desde el 41 en adelante, cambia en tal forma las circunstancias de la realidad que hace innecesaria esta política; no hace falta crear poder adquisitivo cuando las exportaciones y la inversión de capitales extranjeros

lo producen abundantemente; y no es necesario tampoco controlar la importación en la Argentina cuando ya la exportación está controlada en Estados Unidos. Se presenta en esos años una experiencia valiosísima para la política monetaria, porque precisamente la realidad nos lleva a una situación que, de otro modo, hubiésemos provocado a fin de mantener el volumen de la actividad económica.

## 29. PRIMERA ETAPA: LA POLÍTICA DE ABSORCIÓN EN LA FASE CÍCLICA ASCENDENTE

1º. *La absorción de fondos.* — Vamos a estudiar el desarrollo de estas tres etapas, siguiendo las modificaciones de la realidad. Comencemos por la primera. Recordaremos que en esos años, 35, 36 y primera mitad de 37, el aumento de la exportación y la inversión de capitales extranjeros hace crecer rápidamente la reserva de oro y divisas. Entonces se presenta al Banco Central la primera oportunidad concreta de actuar para absorber los efectivos que se iban incrementando debido a esas causas. ¿Cómo previene el Banco Central la expansión de crédito en esa fase? En varias formas: primero, mediante la colocación de su papel de absorción; segundo, por compras de cambio con recursos existentes en el fondo de divisas; tercero, sugiriendo al gobierno la repatriación de la deuda exterior, y cuarto, por su autoridad moral sobre los bancos, al recomendarles prudencia en el uso del crédito y provocando la coordinación de su política mediante un arreglo que escribiré más adelante.

Consideraremos cada uno de estos cuatro puntos separadamente, comenzando por los papeles de absorción. Recordarán ustedes que al constituirse el Banco Central, recibe 400 millones de bonos consolidados del 3 por ciento resultantes de la sustitución por ellos de 150 millones de títulos que se habían caucionado en la antigua Caja de Conversión y 250 millones de letras de tesorería congeladas de mucho tiempo atrás en el Banco de la Nación. El Banco Central no coloca directamente bonos, pues son papeles

de largo plazo, sino que los hace mediante la emisión de certificados de participación que se ofrecen quincenalmente a los bancos dentro de un régimen de licitaciones. Son papeles que han variado de plazo, sobre todo en los primeros tiempos, pero que, generalmente, se emiten a 90 días y se colocan al mejor postor en las licitaciones. Este papel podía ser redescontado en el Banco Central al tipo de redescuentos vigente, casi siempre más alto que el interés que estos papeles devengan. El tipo de redescuento se fijó inicialmente en  $3\frac{1}{2}$  por ciento y estos papeles comenzaron a dar 2,75 de interés en el año 1935; poco a poco el interés bajó. En ciertos momentos volvió a subir y últimamente, por la gran abundancia de fondos y la baja del interés de papeles similares en el mercado, el interés llegó a ser 0,95 por ciento para 90 días.

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

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

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

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

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

Les ha de interesar a ustedes, aunque no tiene importancia monetaria directa saber qué hizo el Banco Central con las diferencias de intereses. Los bonos le redituaban 3 por ciento y ya vimos que los certificados fueron colocados primero al 2,75 y finalmente a un interés mucho más bajo. Asimismo, el Banco Central consiguió desde el momento de su iniciación que el gobierno le abonara por el dinero que facilitaba el fondo de divisas para la compra de divisas, el 3 por ciento de intereses. Estas tasas se han bajado hace pocos meses en forma muy sensible. De manera que el Banco Central percibía por esos fondos el 3 por ciento y colocaba los papeles a un interés mucho más bajo, lo cual le permitía hacer cuantiosas diferencias y acrecentar considerablemente sus beneficios que le permitieron formar reservas extraordinarias. El Banco Central, por ley, debe entregar al gobierno el excedente de sus beneficios, después de formadas las reservas, las amortizaciones, etc.;

y de distribuir los dividendos máximos a las acciones de 5 por ciento. De acuerdo con el Gobierno, con estos beneficios extraordinarios se constituyeron reservas también extraordinarias; pero con la condición de que, en caso de liquidación del banco, o de esas reservas, se entregaran al Gobierno Nacional. Esto le ha permitido acumular en los nueve años de su funcionamiento reservas por cerca de 100 millones de pesos, que ha invertido en títulos, además de los 20 millones de su capital. Así, pues, a fines del ejercicio pasado, el Banco Central tenía aproximadamente 120 millones de pesos en títulos. Esta acumulación obedece a varias razones: en primer lugar, dar al Banco Central una base independiente de ganancias que le permita subsistir sin necesidad de actuar en el mercado, hipótesis extrema porque aún en el período de depresión el Banco tiene una serie de comisiones; además, crear una reserva para los bonos consolidados, papeles de 3 por ciento que el Banco recibió a la par. Es cierto que no existe perspectiva inmediata de venta, pero en caso de colocarlos definitivamente en la plaza o en un banco, el Banco Central tendría un quebranto; y, sobre todo, este propósito fundamental: el Banco observó desde los primeros tiempos que para hacer más efectiva su política de regulación tendría que vender títulos en el público, en aquel público que no toma papeles a corto sino a largo plazo. El Banco Central consideró que en el futuro, cuando llegara a acumular una gran masa de títulos, le serviría de instrumento muy eficaz para actuar, no tanto entre los bancos, sino principalmente en el público. Además, estos títulos ya le sirvieron al banco en muchas oportunidades para actuar en la Bolsa, como vamos a ver al ocuparnos de las operaciones bursátiles.<sup>3\*</sup>

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

Ultimamente, hace pocos meses, el Banco Central ha visto reforzada su capacidad de absorción con otros 400 millones de pesos, en la siguiente forma. Como ustedes saben, las ingentes operaciones de financiación de las cosechas se han hecho utilizando crédito en el Banco de la Nación Argentina; éste llegó a

tener un crédito contra la Junta Reguladora de Granos de 1.000 millones de pesos. Preocupado por esta situación, el Gobierno obtuvo del Congreso una ley por la cual se pagaba al Banco de la Nación 750 millones de títulos y el resto en bonos amortizables del Tesoro. El proyecto del Poder Ejecutivo era un proyecto muy conservador: establecía que el Banco Central podría adquirir o caucionar esos bonos solamente cuando el Banco de la Nación sufriera un retiro de depósitos. Pero como suele ocurrir, estos proyectos prudentes corren el riesgo de transformarse en proyectos imprudentes. El proyecto del Ejecutivo fue alterado en tal forma que se llegó a autorizar al Banco Central a comprar esos títulos o a caucionarlos hasta la cantidad de 400 millones.<sup>4\*</sup>

De manera que el Banco de la Nación hubiese podido ir en cualquier momento a pedir al Banco Central 100, 200 ó 400 millones de pesos para ampliar su base de crédito. El ministro de Hacienda, al comunicar esta medida al Banco Central, le recomendó aplicarla en la forma que el gobierno había propuesto; pero, de todos modos, una recomendación de esa índole no tiene sino un valor circunstancial y transitorio. Así, que se nos ocurrió la forma de cancelar esta amenaza pendiente, diríamos, de emisión, vinculándola a la operación de repatriación de la deuda, en esta forma. La cantidad de libras bloqueadas llegó a ser muy importante el año pasado. En un momento dado calculábamos que a fines de 1943 alcanzaría 56 millones de libras esterlinas, cantidad enorme para nosotros. Entonces se decidió repatriar una buena parte de nuestra deuda pública en la Gran Bretaña y para hacerlo el Tesoro propuso al Banco de la Nación, y éste aceptó, canjear los 400 millones de bonos redescontables por 400 millones de bonos no redescontables en el Banco Central, pero con un interés un poco mayor y de liquidación más fácil porque eran bonos a corto plazo. El gobierno llevó los 400 millones de pesos de bonos así adquiridos al Banco Central y éste los compró y dio al Gobierno los 400 millones de pesos. Salieron por una ventanilla y entraron por otra al entregarlos el gobierno en pago de un equivalente de libras bloqueadas. El dinero salió, pues, y se canceló inmediatamente, con lo cual se destruyó esa posibilidad de conseguir dinero mediante la entrega de bonos. Y en el activo del Banco Central, en fin de cuentas, se han sustituido 400 millones de libras blo-

queadas por 400 millones de títulos, contra los cuales el Banco Central tiene facultad de emitir certificados de participación.

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

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

2º. *El Fondo de Divisas.* — Para no crear fondos nuevos, el Banco Central también compró divisas con recursos del Fondo de Divisas. Este fondo se asemeja al Fondo de Igualación de la Gran Bretaña, y está alimentado por recursos del tesoro: producto de empréstitos que todavía no se gastan, recaudaciones, distintos fondos del Tesoro y de reparticiones conexas con el Tesoro. Cuando compra cambio de los exportadores, el Banco Central en lugar de crear sus propios fondos, sus propias obligaciones, acude primero a los recursos ya existentes en el Fondo de Divisas y los invierte en comprar ese cambio. Las divisas así adquiridas están fuera de los balances del Banco, lo cual tiene la ventaja de permitir mantener confidencialmente ciertos movimientos de divisas, cosa importante en algunos momentos. Estos fondos del Gobierno están invertidos a la vista en divisas. Cuando éste gira sobre su cuenta, el Banco Central toma para sí las divisas y paga al Gobierno su equivalente<sup>6º</sup>. Cuando el Fondo de Divisas no tiene suficientes recursos, el Banco Central las compra directamente, figurando entonces en su balance. Y por esos fondos que el Banco Central suministra para ampliar el Fondo de Divisas, ha cobrado 3 por ciento de interés hasta el año 43. Llegó un momento en que los recursos creados para pagar ese 3 por ciento eran insuficientes, y el Banco Central propuso al Gobierno reducirlo fuertemente. Se estableció entonces una comisión de 3/4 por ciento sobre las ventas de cambio en el mercado oficial. De ahí salen los recursos

para pagar comisiones a los bancos por sus intervenciones en las operaciones de cambio y para pagar los intereses sobre los fondos usados por el Banco Central en la ampliación del Fondo de Divisas.

3º. *Repatriación de la deuda en dólares.* — Llegamos ahora a la tercera forma: absorción de fondos en la fase ascendente, o sea, la repatriación de la deuda. El Banco Central se impresionó en esos años de ascenso porque era demasiado violento y aconsejó al Gobierno destinar una parte de las divisas a repatriar deuda en dólares en Estados Unidos. El Gobierno acogió con mucho interés la idea, persuadido de que esta operación (que seguía a felices conversiones hechas en Estados Unidos), aumentaría en el exterior el prestigio financiero del país y le permitiría recurrir nuevamente al mercado en épocas de escasez, cosa que no se vio comprobada por la realidad, porque cuando necesitamos nuevamente el mercado, éste había desaparecido para los países deudores. Además de razones circunstanciales, el Banco Central quiso aprovechar el exceso de divisas para reducir la deuda exterior y aliviar en los años sucesivos el balance de pagos. Al mismo tiempo se cancelaba poder de compra en manos del público y, simultáneamente, fondos bancarios.

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

4º. *Influencia del Banco Central sobre los bancos.* — Y, por último, la influencia moral del Banco Central. El Mensaje del

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

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

un medio de ordenar la competencia. Así, el convenio se prorrogó y desapareció esa forma de competencia.<sup>6\*</sup>

Además de los propósitos que el Banco Central ha perseguido con esta política de regulación de los tipos de interés, había otros: nos encontramos en las primeras inspecciones con que había bancos, y algunos muy importantes, que tenían una proporción muy pequeña de capital y reserva con respecto a sus obligaciones. Algunos tenían apenas el 4 o el 5 por ciento. Se les recomendó aumentar esa proporción, para lo cual los mayores beneficios que los bancos obtuvieron con esta medida fortalecieron su posición. El Banco Central, por lo general, ha indicado a los bancos la conveniencia de no pagar dividendos superiores a 5 por ciento, y todos han aceptado la de destinar todo el excedente de utilidades, primero, a sanear su situación, y luego, a constituir reservas. Especialmente en algunos bancos extranjeros comprobamos eso: un capital muy exiguo en relación a sus obligaciones. Sin embargo, hemos logrado, sin ninguna disposición legal, simplemente por medio de la persuasión, el compromiso de destinar parte de sus utilidades a aumentar sus capitales.<sup>7\*</sup>

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

pos, para demostrar a los bancos que el Central no veía el problema en forma unilateral, sino que estaba dispuesto también a cooperar con ellos en una forma efectiva.

Sin embargo, no dejamos de reconocer que el certificado de participación en los bonos consolidados no era un instrumento perfecto por cuanto no había nada en él que impidiese que un banco, en un momento dado, dejase vencer sus certificados a los 90 días y obtuviese el dinero necesario para salir a hacer nuevas operaciones de préstamo. Nada había dentro del mecanismo que no fuera la autoridad moral del Banco Central. Por ello éste consideró conveniente la colocación de ese papel en el público y no en los bancos, porque en esa forma, éstos ya no son más los tenedores potenciales del efectivo que el Banco Central les ha retirado. Supongamos que el Banco Central encuentra que hay 200 millones de pesos de excedente. Si coloca los certificados en los bancos, retira los 200 millones; pero nada impide que un banco, cuando venzan esos certificados, utilice el dinero en la expansión del crédito. Es cierto que el Banco Central siempre puede obrar subiendo los tipos de interés y atrayendo a intereses más altos el dinero de los bancos, pero con todo, esa política abre algunas puertas un tanto peligrosas. En cambio, si en lugar de absorber esos 200 millones directamente de los bancos, el Banco Central actúa directamente en el público, recoge 200 millones de poder de compra y, al mismo tiempo, 200 millones de efectivo que sale definitivamente de las arcas de ese banco por los cheques que el público gira para pagar al Banco Central. La política, entonces, es mucho más eficaz e independiente de la acción de los bancos.<sup>8\*</sup>

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

hizo, porque el Gobierno necesitaba acudir al mercado para colocar sus propios papeles.<sup>9\*</sup>

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

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

(28 de enero de 1944)

### 30. SEGUNDA ETAPA: LA DE TRANSICION

1º. *Política monetaria en la fase ascendente en general.* — En la conversación anterior sobre la política de regulación monetaria interna, dijimos que su concepción había pasado, en nues-

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

2º. *Comienzo de una fase depresiva.* — Vamos a entrar ahora al examen de la segunda etapa en el desenvolvimiento de las ideas monetarias del Banco Central. Se trata de una etapa de transición en que las ideas primitivas no actúan ya con la misma fuerza y se empieza, por tanto, a reconsiderar la política en vista del giro que toma la realidad. En la segunda mitad de 1937 comienza la fase descendente del ciclo; la industria del país, las construcciones y la actividad económica general, se desarrollaban en forma satisfactoria. Mas al comenzar la contracción del poder de compra en la fase descendente, esas actividades empiezan a resentirse de acuerdo con el fenómeno perfectamente comprobado de que para reducir las importaciones es necesario reducir con mayor amplitud el volumen de la actividad económica interna, según vimos al explicar el movimiento cíclico en general. El Banco Central, al iniciarse este fenómeno, estaba más bien predispuesto a conside-

rar esa contracción de la actividad económica interna como un acontecimiento lógico y natural, indispensable al mismo tiempo para reducir la importación y establecer el equilibrio en el balance de pagos.

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

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

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

3º. *Estabilidad interna y equilibrio del balance de pagos.* — En otros términos, ¿debe contribuir el Banco Central a que se comprima la actividad económica interna y lograr así el perfecto equilibrio del balance de pagos, o debe dar preeminencia a la actividad económica interna y buscar otros resortes para actuar sobre el balance de pagos? Tal fue la cuestión que se nos planteó a partir del segundo semestre de 1937 y, con tanto más fuerza cuanto más aguda era la fase descendente. No tarda en comprender el Banco Central su responsabilidad interna frente a la situación económica y sobre todo, frente al hecho nuevo en la vida argentina de una industria que trabajaba afanosamente desde hacía pocos años. Se inclina entonces a proteger la actividad económica interna y recurre nuevamente a las medidas de control de cambios para evitar que el nuevo poder de compra que crea el Banco de la Nación para ayudar a las actividades agrarias y que luego se propaga por los distintos sectores de la economía, no repercuta sobre las importaciones, sino que siga circulando dentro del propio mercado local.

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

En fin, nos vemos nuevamente frente a los hechos concretos

que nos llevan a afrontar un mal necesario para prevenir males mayores. El Banco, desde luego, no entra en este camino sin ciertas reticencias y vacilaciones, de las cuales da una clara idea la Memoria de 1938. Al referirse a las operaciones de crédito agrario, afirma que “no se ha tratado, en realidad, de una mayor demanda de crédito normal por las actividades económicas del país, sino que ha sido más bien el resultado de la aplicación de la Ley de Crédito Agrario, los adelantos requeridos por las compras de la Junta Reguladora de Granos y las necesidades fiscales” (pág. 22)<sup>68</sup>. Esto a manera de advertencia de que nos estamos desviando de la política que antes se había preconizado de adecuar estrictamente los medios de pago al volumen de negocios haciendo bajar aquéllos cuando éstos disminuyen, pero sin tratar de influir sobre el volumen de negocios.

Y a continuación se señala que “en virtud de este hecho, la declinación cíclica en la cantidad de medios de pago ha sido inferior a la que hubiese correspondido a causa del egreso de divisas (reconociéndose que) así se ha contribuido, sin duda, a mantener la actividad económica interna en un nivel relativamente alto, si se tiene en cuenta la fuerte contracción de las exportaciones. Pero a la vez, se ha propendido, como era natural, a que las importaciones continúen también con un volumen elevado, a tal punto que . . . han llegado a constituir uno de los factores principales del desequilibrio del balance de pagos”, (pág. 22)<sup>68</sup>. Luego se explican las medidas restrictivas sugeridas al Gobierno, agregándose que “es lógico esperar que, como está sucediendo, el poder adquisitivo que debido a ello (a las restricciones de las importaciones) no puede ya estimular desproporcionadamente a la importación, se desviará en gran parte hacia la industria en la medida en que no se transformen en ahorro y que este ahorro no se emplee por los bancos. Por consiguiente, esta industria, que de otro modo sufriría con una intensidad mucho mayor . . . los efectos de una exportación muy menguada, no solo podrá mitigar en grado apreciable tales consecuencias, sino que en algunas de sus

<sup>68</sup> Véase pág. 82 de este libro.

ramas es capaz de alcanzar el desarrollo de sus buenos tiempos" (pág. 23).<sup>69</sup>

En seguida se hace una prevención cautelosa acerca del peligro que podría significar una expansión excesiva de esa industria, advirtiendo que pasado el punto en que ella trabaja a plena capacidad, sería imprudente alentar su ampliación mediante los préstamos bancarios: "el momento —se afirma— no es propicio para ello, pues, por un lado, aumentarían las inmovilizaciones de crédito y, por otro, se llegaría a una inconveniente sobrecapitalización, a una inversión excesiva en plantas industriales, bajo el estímulo ficticio de un poder adquisitivo que, al volver más tarde a su cauce y volumen naturales, plantearía un grave problema de superproducción" (pág. 23)<sup>70</sup> se ven, pues, las reservas con que el Banco Central acepta esta situación creada al país por la fase descendente y la expansión del crédito.

A renglón seguido la misma Memoria comenta la nueva interpretación que podría darse a la política monetaria: "De todo lo que se ha dicho... se desprende que la política monetaria puede proponerse dos objetivos frente al desarrollo del ciclo económico. El primero consiste en evitar que la expansión del crédito acentúe la intensidad de los movimientos ondulatorios y conduzca en el balance de pagos a un desequilibrio tanto más fuerte cuanto mayor haya sido en esa forma el sobrecrecimiento de las importaciones" (págs. 23-24)<sup>70</sup>. Este es el concepto al cual se atiende primitivamente el Banco Central. "El segundo objetivo va más lejos. No se limita a evitar que estas fluctuaciones se acentúen, sino que se propone, además, reducir su amplitud y disminuir la intensidad con que varía la masa del poder adquisitivo durante el proceso cíclico, para atenuar las consecuencias de tales variaciones sobre el volumen de la actividad económica interna" (pág. 24)<sup>70</sup>. Expresa a continuación que para retirar con ese objeto poder adquisitivo en la fase ascendente es indispensable poder colocar los certificados no ya en los bancos, sino en el público, y a propósito, hace esta consideración: "la colocación de estos papeles en los bancos

<sup>69</sup> Véase pág. 83 de este libro.

<sup>70</sup> Véase pág. 84 de este libro.

no tiene toda la eficacia necesaria, según lo ha confirmado la práctica, porque es una inversión transitoria, susceptible de liquidarse en breve plazo, si se desea colocar los fondos en otras inversiones" (pág. 25)<sup>71</sup>. Por eso prefiere el Banco Central ir directamente al público y retirar el dinero de sus manos e indirectamente el efectivo de los bancos; pero para ello se requiere la formación de un mercado a corto plazo que estaba en esos momentos en su iniciación, por lo cual no era posible practicar inmediatamente esa política.

En la misma Memoria del Banco Central se sugiere la importancia que tendría en lo futuro una gran acumulación de títulos de propiedad del Banco (de los cuales ya tenía 50 millones en ese momento, y tiene 100 actualmente), para poder usarlos como masa de maniobra en el momento necesario, para absorber dinero de manos del público y reforzar de ese modo su política de neutralización de poder de compra.<sup>72</sup>

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

Se le plantea al Banco Central este nuevo problema. El Banco y el Gobierno se hallaban en absoluto acuerdo en cuanto a la necesidad y oportunidad de comprar esos excedentes de granos, in-vendibles, por el momento, en el mercado internacional. Pero, ¿qué habría sucedido si el Banco Central hubiese tenido una forma distinta de pensar, si, por ejemplo, hubiera creído inconveniente esta política del Gobierno? ¿Qué argumentos habría presentado para oponerse a ella? ¿Habría sostenido la conveniencia de una depresión agraria e industrial para equilibrar el balance de pagos y ase-

<sup>71</sup> Véase pág. 85 de este libro.

<sup>72</sup> Véase pág. 86 de este libro.

gurar la estabilidad monetaria en forma natural y espontánea a expensas de la actividad económica interna? Basta plantear ese problema para darse cuenta de la imposibilidad práctica y la inconveniencia de sugerir semejante orientación. Es este nuevo hecho el que continúa promoviendo la evolución de los conceptos monetarios del Banco Central frente a la realidad económica del país. Por cierto que la experiencia nos demuestra que estas interferencias de la política financiera del Gobierno en la política monetaria no llevan siempre la misma dirección que en el caso presente, en que ya estaba evolucionando la política monetaria. La experiencia también nos demuestra que un Banco Central no puede contrarrestar ni oponerse a la orientación financiera del Gobierno, ya que sólo dispone de su autoridad moral y de su fuerza de persuasión, punto este que tiene un gran interés, según lo hemos visto en la práctica, para el desarrollo adecuado de la política monetaria y sobre el cual me permitiré volver cuando estudiemos los planes de acción futura. De paso afirmaré esta convicción: considerando la política financiera del Gobierno como un hecho que el Banco Central no puede alterar por su propia decisión, éste se encuentra dentro de un régimen de control en mejores condiciones para sacar de ese hecho el máximo de ventajas y reducir las perturbaciones hasta donde sea posible, que dentro de uno de patrón oro o de moneda depreciada. Anticipo la idea, reservándome la oportunidad de tratar de demostrar la verdad de este aserto. En este caso concreto que estamos considerando lo que permite precisamente afrontar esa situación, es el control de cambios, y aquí entramos en la tercera etapa del pensamiento monetario del Banco Central.

### 31. TERCERA ETAPA: LA POLÍTICA EXPANSIVA DEL CRÉDITO

1º. *Perturbaciones iniciales de la guerra.* — Esta tercera etapa nos lleva decididamente hacia adelante en la aplicación del concepto monetario que se iba desarrollando en la etapa de transición. Es la guerra la que nos lleva, con sus primeras consecuencias, a definir claramente la política a seguir.

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

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

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

2º. *El plan de reactivación económica.* — Este plan se basa en el concepto de que es posible estimular la actividad económica inyectando en ciertas zonas de ella cantidades moderadas de medios de pago para estimular la demanda interna. A juicio del Gobierno, compartido por el Banco Central, el país se encontraba en ese momento ante el peligro de las consecuencias que traerían consigo los grandes excedentes de productos invendibles: malestar agrario, preocupación en toda la campaña, repercusión en la industria y en la ocupación de las ciudades; en síntesis, amenaza de postración económica general. El gobierno consideraba difícil justificar que la industria y la actividad económica del país se redujera en ese momento, cuando justamente podría operar con el máximo de intensidad para suplir con la producción interna gran parte de los artículos que ya no venían por conducto de la importación. Por entonces ya había síntomas de desocupación, precisamente cuando había mucho trabajo que hacer dentro de la economía nacional para contrarrestar las graves consecuencias de la disminución de las importaciones. Este no es un mal intrínseco en el proceso económico —se expresaba en seguida—, sino un mal en la forma en que el proceso funciona. Cuando declina el poder de compra y la demanda, se propaga la depresión de rama a rama de la actividad, de negocio a negocio, creando continuamente nuevos desocupados, que transmiten con mayor amplitud el movimiento depresivo. Es una espiral que se va encogiéndose progresivamente.

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

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

En cuanto a los gastos públicos, y contrariamente a lo que

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

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

En cuanto a la industria, el programa del gobierno se basaba en esta consideración fundamental: precisamente las épocas de mayor desarrollo industrial en la Argentina habían sido la crisis mundial y la primera guerra europea, o sea, cuando el país se vio forzado a industrializarse para suplir lo que no podía importar. Se presentaba nuevamente esa oportunidad y el Gobierno estaba

empeñado en aprovecharla facilitándole crédito a largo plazo en condiciones adecuadas. No voy a entrar en la explicación del régimen que se había concebido para resolver este problema, pero sí señalaré que el control del volumen de los fondos prestables, tanto en materia de crédito industrial como en materia de construcciones, dependía en última instancia del Banco Central, quien iba a tener la llave para alimentar a las distintas entidades existentes. No se creaba ninguna nueva ni para el crédito industrial ni para el crédito a las construcciones. Se optó por este procedimiento, en gran parte, para evitar la influencia de entidades especiales cuya preocupación fundamental sería, como es natural, aumentar persistentemente sus negocios, independientemente de toda consideración de orden cíclico. En cambio un banco central está en mejores condiciones para regular el volumen de fondos prestables de acuerdo con la fase cíclica en que el país se encuentre.

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

Esto representa también, como advertirán ustedes, una clarísima evolución del concepto con que se aplicaría el control de

cambios. En su concepción primitiva era un mero instrumento restrictivo para lograr el equilibrio del balance de pagos; ahora lo vemos aparecer como instrumento de una política de intensificación del movimiento económico interno.

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

También se pensó acudir a empréstitos exteriores para poder pagar las importaciones indispensables que el país requería. Se obtuvo uno de 20 millones del Export-Import Bank a mediados de 1940 y otros por 110 del Export-Import Bank y del Tesoro a fines del mismo año, que desgraciadamente no pudieron utilizarse porque sobrevienen políticas: el Congreso no dio la autorización al Poder Ejecutivo para la formalización de estas operaciones.

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

liberalidad, da mayor poder de compra a la economía interna y cambia rápidamente el cuadro de la situación.

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

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

En la próxima conversación, por lo tanto, podríamos terminar el examen de la política de regulación interna del Banco Central y hacer un rápido examen de la situación monetaria presente. Con esto terminaríamos lo que concierne a este punto.<sup>10\*</sup>

3º. *Combinación de la política monetaria interna con la de control de cambio.* — En la última conversación no pudimos ter-

(2 de febrero de 1944)

minar por falta de tiempo la explicación de la política de regulación monetaria. Habíamos llegado a su tercera etapa, aquella en que el Banco Central considera que combinando la expansión del crédito con la política de cambios, es posible lograr un alto grado de actividad económica interna. A poco de haberse pensado en un plan de esta naturaleza se presenta espontáneamente la condición más favorable para ello: el crecimiento de las exportaciones. También se cumple otra condición en que el plan suponía: el control severo de la importación, pero no ya como una medida nacional aplicada racionalmente según las necesidades del país, sino por obra de las restricciones impuestas por Estados Unidos. De manera que, por un lado, crecen los medios de pago y, por otro, el país, privado de gran parte de sus importaciones, tiene que desviar los medios de pago hacia la economía interna. Lo que ocurre en los años 42 y 43 significa, a mi juicio, la comprobación concreta de la forma en que se puede actuar sobre la actividad económica interna.

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

Hay, sin embargo, una gran diferencia, desde el punto de vista psicológico, entre lo que ha ocurrido en la realidad y lo que pudo haber ocurrido con la aplicación de un plan de expansión. La diferencia es ésta: cuando la realidad impone fatalmente esas soluciones, se las toma como tales, como el resultado inevitable de los acontecimientos; pero en este caso las repercusiones psicológicas son más bien débiles. En cambio, cuando es el resultado deliberado de un plan, las preocupaciones de orden psicológico, las dudas acerca de la posibilidad de lograr un resultado concreto en la etapa experimental en que todavía se encuentra el mundo tras la búsqueda de nuevas soluciones monetarias, actúan muchas veces en sentido desfavorable y a veces pueden perjudicarlo seriamente, puesto que en un ambiente de desconfianza y zozobra la actividad económica no se desarrolla satisfactoriamente.

Vamos a examinar rápidamente lo que ocurre en esos dos años de 1942 y 1943. El poder de compra crece en nuestro país con mayor intensidad que la que habría sido necesaria para estimular la actividad económica, por obra de factores externos e internos. Entre los externos, el aumento de exportaciones y afluencia de capitales. Entre los internos, la expansión de crédito provocada por la necesidad de seguir comprando grandes cantidades de granos invendibles, y la provocada por el déficit fiscal. Por el estímulo de esta dilatación del poder de compra que se reparte entre todos los sectores de la actividad económica interna, ésta alcanza en nuestro país en 42 y 43 los niveles máximos que se han registrado en nuestra historia económica, tanto en la producción industrial como en las construcciones públicas y privadas.

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

Unas pocas cifras servirán para señalar la intensidad de este fenómeno; el volumen físico de la producción industrial en nuestro país ha crecido en 55 % entre 1935 y 1942; el valor, desde

luego, aumentó debido al alza de los precios, en 110 %. Es interesante también comparar la relación entre la industria y la agricultura y la ganadería en un país esencialmente agropecuario como el nuestro: en 1935 el valor aproximado de la producción agropecuaria se estimaba en 2.900 millones y el de la industrial en 3.330 (hay que tener en cuenta que gran parte de las materias primas de la industria son de origen agropecuario); en 1942 el valor de la producción agropecuaria había llegado a 3.500 millones y el de la industrial a 7.000 millones.

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

La expansión de medios de pago estimula considerablemente este desarrollo de las industrias al crear y mantener una demanda persistente para sus productos. Sin embargo, el proceso expansionista, tanto por los factores internos como los externos que he señalado, tiende a sobrepasar el límite de lo razonable y ello preocupa sobremedida al Banco Central, que hace escuchar su voz en el Ministerio de Hacienda, llamando la atención sobre los peligros que esto comporta, ya que se había llegado al estado de plena ocupación. Seguir creando medios de pago no habría tenido ya el efecto de acrecentar aquella por falta de posibilidades físicas para hacerlo; sino que se habría manifestado en un crecimiento más intenso de los precios. El Gobierno advierte este peligro inflacionista y en 1941 el Ministro de Hacienda, Dr. Acevedo, formula un plan para frenar el crecimiento de los gastos públicos, pero sin disminuirlos y, al mismo tiempo, para retirar del público poder de compra por medio de nuevos impuestos. Con este propósito se establecen tres impuestos: uno sobre la exportación, similar al que ustedes tienen, destinado a captar el incremento de precios en productos que, como la carne, estaban subiendo en forma bastante marcada; otro, sobre el excedente de beneficios, y el tercero, no

fue sino un aumento del impuesto a los réditos. Este plan tropieza con una violentísima oposición de todos los afectados por esos impuestos, especialmente de los ganaderos, no obstante que los recursos por obtenerse de las importaciones de carne no estaban destinados a engrosar las recaudaciones fiscales sino a comprar libras bloqueadas en la Gran Bretaña para ir resolviendo paulatinamente este problema. Es cierto que la oposición se explica, en parte, porque con estos impuestos se iba acaso demasiado lejos; por ejemplo, en lugar de dejar al ganadero una parte del incremento de precios para estimular el desarrollo de la producción, el Ministro trató de tomar el total. De manera que este plan fracasó lamentablemente, y en 1942 nadie habla ya de impuestos. En 1943 se produce el cambio de gobierno, y ocupa el Ministerio de Hacienda el Sr. Santamarina, que había sido Presidente del Banco de la Nación y, como tal, miembro del Directorio del Banco Central. Compenetrado de los peligros de la situación, esboza un plan, pero en vez de proceder como el Ministro anterior, llama a la misma gente que se había lanzado contra el plan de Acevedo, desmenuzándolo sin sustituirlo por otro nuevo, y les dice: señores, yo no tengo plan alguno, acabo de llegar al Ministerio de Hacienda, la situación es ésta: si seguimos con el aumento de gastos y con la contracción de los recursos, vamos fatalmente a la inflación con tales y tales consecuencias; aquí tienen ustedes la situación por delante estúdiénla y si encuentran algún medio mucho más feliz que el de los nuevos impuestos para corregir la situación, lo adoptaré con mucho gusto. Así les pone frente a los hechos y estos señores representantes de las principales fuerzas económicas, conforme examinan la realidad, se dan cuenta de que era muy difícil encontrar una solución distinta de la de los impuestos. Y así, después de haberse opuesto primeramente a ellos, terminan por recomendar al Ministro de Hacienda el aumento del gravamen de réditos y un impuesto al excedente de beneficios; este último, algo distinto del anterior que había sido un tanto tosco. En compañía de los funcionarios del Gobierno elaboraron un impuesto bastante bien hecho por el cual el excedente de los beneficios actuales con respecto a los beneficios de un período representativo precedente, se grava fuertemente. El triunfo del Ministro Santamarina fue

precisamente lograr que los mismos que pagarían el impuesto formularan el plan. Desgraciadamente, por razones políticas tiene que renunciar Don Jorge Santamarina. Y el sucesor aprovecha estos proyectos poniéndolos en vigor a principios de 1944.

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

El Banco Central, por su lado, resolvió tomar dos medidas de política monetaria interna. Una de ellas consistía en colocar sus certificados de absorción en el público según el viejo deseo al que nos referimos en conversaciones anteriores y que por primera vez se podía poner en la práctica. En efecto, mientras el déficit del presupuesto tenía que cubrirse parcialmente con recursos del crédito, esto es, con la expansión de poder de compra, no era el caso de salir a colocar los certificados y recoger ese poder de compra, puesto que el gobierno hubiera tenido que crear más poder de compra por medio del sistema bancario. Por lo tanto, el Banco Central esperó a que el gobierno colocara todos sus valores en el público para empezar a absorber los nuevos fondos que seguían creándose por obra del balance de pagos. Esta política principió

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

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

(4 de febrero de 1944)

## NOTAS SOBRE LAS CONVERSACIONES ACERCA DE LA POLÍTICA MONETARIA INTERNA

(Parte tercera)

### NOTA <sup>1</sup>

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

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

*Lic. Cosío:* —¿De otros valores?

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

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

*Dr. Prebisch:* —Tenían, por lo general, todo el excedente de los porcentajes de efectivos prescritos por el Banco Central.

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

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

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

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

*Lic. Cosío:* —¿En parte por una compensación?

*Dr. Prebisch:* —El interés del bono era pequeño, pero algo significaba. No se

tuvo fe en la persuasión pura y simple, sino en la persuasión acompañada de una compensación con esos intereses.

NOTA 2

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

Dr. Prebisch: —El interés lo pagaba el mismo Banco Central. La Tesorería accedió; pero vimos que este procedimiento tenía sus inconvenientes. En primer lugar, el público no siempre comprendía bien el alcance de estas operaciones: iba familiarizándose con las letras de Tesorería cuyo producto iba al tesoro fiscal, y no hacía la distinción entre esas letras y otras; tal era el primer inconveniente. Segundo inconveniente: en esta forma se vinculaba de un modo muy estrecho al Tesoro con la política de absorción, y eso no siempre podía ser muy conveniente para dejar cierta libertad de acción al Banco Central. Fue por ello que éste se resolvió a crear el nuevo papel a que me he referido en una conversación anterior; el certificado de custodia de oro y divisas, simple artificio, diré, para no tropezar con objeciones legales, porque en realidad se recibía dinero de los bancos, se les entregaba este papel, y el Banco Central lo invertía en oro en sus arcas teniendo el apartado en custodia, pero con una equivalencia fija entre el peso y el oro; de manera que no se adquiría el oro sino que era una entrega de pesos contra una garantía en oro.

NOTA 3

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

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

NOTA 4

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

Dr. Prebisch: —Aunque no la hubiera.

NOTA 5

Sr. Urquidí: —¿Quién administra ese fondo?

Dr. Prebisch: —El Banco Central.

NOTA 6

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

Dr. Prebisch: —No señor.

Sr. Gómez: —¿Puede prestarse a cualquier plazo?

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

NOTA 7

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

Dr. Prebisch: —Tampoco.

NOTA 8

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

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

NOTA 9

Lic. Cosío: —De todos modos, esa labor de persuasión moral del Banco Central

se apoyaba sobre un hecho económico indiscutible, y es que la demanda de crédito era inferior a la oferta, como lo revelaba el hecho de que las tasas de interés bajaban. ¿Qué hubiera sido de esa autoridad en un caso inverso?

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

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

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

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

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

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

Sr. Gómez: —¿Más barato?

Dr. Prebisch: —Sí, más barato. Ofrecimos hasta primas para el papel comercial; y se nos ocurrió también expresar que no se darían certificados de participación a los bancos que pagaran por sus depósitos un tipo más alto que el devengado por el certificado. Esa fue la medida de resultados efectivos. También se obró por acción directa, logrando que ciertos bancos, devolvieran depósitos a plazo a alto

interés. Hasta que vino la guerra y aprovechamos el momento para lograr que todos los bancos, incluso los más reacios al redescuento, lo practicaran. Los mismos bancos se acostumbraron a no sonrojarse por el hecho de haber redescuento. Eso contribuyó también a liquidar el problema y el interés de plazo fijo ha bajado considerablemente. Hay algunos bancos que ya no reciben depósitos a plazo fijo.

NOTA <sup>10</sup>

*Cambio final de ideas*

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

*Dr. Prebisch:* —Sí señor.

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

*Dr. Prebisch:* —Estoy de acuerdo con el fondo de la operación, pero no con la forma. En aquellos momentos existía en el país la preocupación de la expansión de crédito y de los peligros a los cuales podría conducir. De ahí que al elaborar este plan se quiso presentar el caso bajo otro aspecto, o sea, la creación de poder de compra desde otro punto de vista: retirar fondos de los bancos, transformarlos a largo plazo y prestarlos a los mismos bancos. Es más simple autorizar a los mismos bancos a que, con ciertas limitaciones y providencias, presten directamente en estas operaciones, facilitándoles el redescuento o la obtención de fondos, ya sea por medio de la emisión de bonos y su colocación en el público, bajo el control del Banco Central, o simplemente por medio de préstamos directos del Banco Central. De manera que es exactamente lo mismo, pero presentado en una forma mucho más simple y sin el temor que entonces prevalecía a los efectos psicológicos de la expansión del crédito. Pero lo que me parece muy importante, y que debe conservarse en todo plan de esta naturaleza, es el poder actuar sobre los fondos que vuelven, después de esta excursión por la economía, a los establecimientos de crédito, y evitar, bajo el control del Banco Central, que vuelvan a prestarse por la propia acción de la competencia entre los bancos, si no son necesarios para la prosecución del plan. Por eso habíamos pensado, y esto es la parte positiva que debe conservarse, en la posibilidad de exigir a los bancos la completa esterilización del incremento de esos fondos, no una determinada proporción. Además, existe ya el precedente del 100 %, según expliqué en otra oportunidad. Para evitar la acción de los fondos exteriores que entraban al sistema bancario obligamos a los bancos a transferirlos íntegramente todos los días al Banco Central. Nosotros hemos observado que si se produce una expansión de crédito, o de poder de compra, ya sea por acción de las exportaciones e inversiones de capitales, o por una dilatación interna, los fondos, cuando vuelven a los bancos, retornan con distinta intensidad y en proporciones diferentes a las de su salida. Así, por ejemplo, un banco que ha perdido, digamos, 50 millones de efectivo, es posible que sólo recupere 30 y que los 20 restantes vayan a otros bancos. Por consiguiente, si se establece una norma general no logramos captar el incremento de efectivo ahí donde se ha producido. Por eso consideramos que en un caso semejante convendría tener la facultad de establecer una nueva reserva independiente de la anterior y relativa solamente al incremento de los fondos.

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

*Dr. Prebisch:* —Si se trata del incremento de depósitos, tiene que procederse

necesariamente banco por banco, tomando el 100 % en la medida en que entran los nuevos depósitos. Me parece una forma simple de resolver el problema.

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

*Dr. Prebisch:* —Sí señor.

*Sr. Gómez:* —¿El procedimiento?

*Dr. Prebisch:* —Simplemente se proyectó.

*Sr. Gómez:* —¿No se llevó a cabo?

*Dr. Prebisch:* —No, porque, como dije, este plan fracasó por dificultades políticas.

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

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

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

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

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

*Dr. Prebisch:* —Con fondos tomados del mercado.

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

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

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

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

*Sr. Villaseñor:* —Ah, ¿el Banco Central hizo una emisión de bonos a largo plazo en el público?

*Dr. Prebisch:* —El proyecto la preveía; pero no llegó a hacerla.

Ahora les diré qué objeciones suscitaron los bancos. La más importante de ellas, a mi juicio, fue ésta: el gobierno trata de impulsar el desarrollo de la industria; la industria, por su propia naturaleza, constituye un riesgo mayor que el de las operaciones comerciales y la duración de los préstamos es mayor. ¿Cómo limitar ese riesgo? Por la participación del gobierno. Que el gobierno participe en cada una de las operaciones de crédito industrial. Recogimos esta idea y la incorporamos a este proyecto que se hizo decreto últimamente y que seguramente se pondrá en ejecución en la siguiente forma. Como dije en esta conversación, el Banco Central ha llegado a acumular 100 millones de pesos de reserva que en última instancia corresponden al gobierno, por haber sido formada con beneficios sobre los cuales tenía derecho. Entonces, el mismo Banco Central, para recoger esta observación atinada de los bancos, aconsejó al gobierno tomar una parte de esa

reserva, unos 30 millones de pesos, a fin de poder participar en las operaciones de crédito realizadas por los bancos con esos fondos y cargar con el riesgo, con la parte más grande del riesgo de las operaciones. Supongamos, por ejemplo, una operación de cinco millones de pesos; un grupo de bancos se reúne para distribuirla, pero encuentra que el riesgo es superior a lo que ellos pueden aceptar; lo dividen entre sí y ofrecen participación al Banco Central, en nombre del gobierno, utilizando esa reserva de 30 millones.

*Sr. Gómez:* —¿A perder proporcionalmente?

*Dr. Prebisch:* —No señor, a perder preferentemente.

*Sr. Gómez:* —¿En primer lugar?

*Dr. Prebisch:* —Sí. Los otros bancos tienen prioridad.

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

*Dr. Prebisch:* —Me interesaría mucho ver de cerca el sistema de Uds. porque además de interesante, sería ilustrativo para nosotros. Le agradezco la explicación, que me interesa muchísimo. En mi país el problema del crédito industrial, dejó de ser tan agudo como fue en el año 1940 por la acumulación de beneficios en la industria y por la imposibilidad de expandirla rápidamente, pero se volverá a plantear sin duda alguna después de la guerra. Este decreto del Poder Ejecutivo hecho con la colaboración del Banco Central, establece, además, la autorización a los bancos para prestar a la industria, en préstamos hasta de 10 años, por el 10 por ciento de los depósitos de ahorros no inmovilizados. El cálculo se haría en esta forma: un banco, digamos, tiene 30 millones de capital y reservas; en inmuebles, 20 millones, en créditos inmovilizados, según el cálculo de la inspección de bancos del Banco Central, otros 20 millones; además tiene en depósitos, 600 millones; el banco puede usar en créditos industriales, el 10% de la parte no inmovilizada, de esos depósitos, o sea, 90 millones, esto es, 9 millones. Se comenzó con una proporción muy moderada porque no era necesario más en ese momento. En nuestro país, en donde los bancos tienen una masa considerable de depósitos de ahorro y la van acrecentando año con año, porque salvo en un movimiento de gran depresión no suelen disminuir los depósitos, tienen así una estabilidad muy grande. Y entonces hacemos este razonamiento: que no contraría las buenas prácticas bancarias el poder tomar una parte del incremento de los depósitos de ahorro puesto que en ese caso el Banco no hace sino de intermediario entre el público que ahorra y la industria. Equivale económicamente a la emisión de un bono. ¿Qué diferencia hay entre 100 pesos que una persona lleva a un banco y éste los presta, y la emisión de un bono por 100 pesos que esa persona extrae de sus depósitos? Esto, desde luego, mientras no se desarrolla un mercado de bonos en la República Argentina, cosa que hubiese sido tal vez un poco difícil en los últimos tiempos puesto que el

mercado estaba sobrecargado por la enorme cantidad de papel que el gobierno necesitaba colocar.

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

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

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

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

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

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

Parte  
Cuarta

LINEAMIENTOS  
DE UNA  
POLITICA  
MONETARIA  
NACIONAL

Parte  
Cuarta

LINEAMIENTOS  
DE UNA  
POLÍTICA  
MONETARIA  
NACIONAL

Capítulo IX

**DESARROLLO  
DEL  
ANÁLISIS**

**32. OBJETIVO**

**33. MÉTODO**

## 32. OBJETIVO

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

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

### 33. METODO

Dividiremos nuestra exposición, por razones de orden y de claridad, en varias partes. En la primera vamos a considerar la política monetaria propiamente dicha, discutiendo sus dos grandes aspectos, el de la política de cambios con los instrumentos que la experiencia aconseja emplear y, después, la política monetaria, o sea la regulación de los medios internos de pago. Vamos a examinar cuál es la política monetaria que corresponde seguir para obtener el máximo de ventajas de la política de cambios y conseguir el propósito que perseguimos en cuanto a la economía interna. Al llegar a este punto examinaremos la forma en que la política monetaria ha de coordinarse con la financiera para que ésta no exagere ni contrarreste la acción de aquélla. Con este propósito haremos un paréntesis para discutir brevemente el serio problema de la interferencia del estado en el campo monetario.

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

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

Nos quedaría, finalmente, otro punto a considerar. Todo lo

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

**POLITICA  
DE  
CAMBIOS**

- 34. MOVIMIENTO CICLICO DE LAS IMPORTACIONES**
- 35. MOVIMIENTO DE LOS TIPOS DE CAMBIO**
- 36. REGULACION CUANTITATIVA  
DE LAS IMPORTACIONES**

#### 34. MOVIMIENTO CICLICO DE LAS IMPORTACIONES

1º. *Ajuste de las importaciones a la capacidad de pago.* — Comenzaremos, pues, por considerar la política monetaria en su primer aspecto: el de la política de cambios. Desde luego, está completamente fuera de nuestro alcance evitar esas fluctuaciones exteriores, llámense o no movimientos cíclicos; pero sí lo está atenuar o, más bien dicho, neutralizar en mucho sus consecuencias sobre la economía interna. De las otras conversaciones acerca de la forma en que esos movimientos ondulatorios se realizan, se desprende claramente que tanto la actividad económica interna, como las importaciones, están estrechamente vinculadas al movimiento del balance de pagos. Creo que en nuestro país existe suficiente experiencia para formular una política que permita suavizar esas fluctuaciones en la actividad económica interna, darle el máximo de estabilidad, utilizando los propios recursos internos; pero en lo que concierne al otro elemento, el de las importaciones, no depende de nosotros estabilizarlas, puesto que su volumen está estrechamente ligado a nuestras disponibilidades de divisas, y ellas dependen fundamentalmente de las fluctuaciones exteriores. De manera, pues, que tenemos necesariamente que tomar como punto de partida, como dato esencial de nuestro problema el hecho de que las importaciones están sujetas a continuos movimientos ondulatorios de alza y baja. La realidad nos muestra que las importaciones tienen que ajustarse por necesidad, con un ritmo cíclico, a la capacidad de pago del país ya sea dentro del régimen del patrón oro, ya en el de moneda depreciada, ya en el régimen que preconizamos.

2º. *Efecto de la depreciación monetaria.* — ¿Qué sucede en el régimen del patrón oro cuando disminuye la exportación del país o la inversión de capitales extranjeros en una fase descendente del ciclo? Se comprime el poder de compra interno por la disminución del activo del balance de pagos, y esta comprensión del poder de compra restringe la actividad económica y, al mismo tiempo, toda clase de importaciones; a unas categorías con mayor intensidad que a otras; pero todas están sujetas necesariamente a la acción de una menor cantidad de poder de compra en manos de la colectividad. Durante la fase descendente de un ciclo lo mismo ocurre, aun cuando por otro mecanismo, en un régimen de moneda depreciada. La fase descendente se caracteriza por un desequilibrio en el balance de pagos; si va unido a una dilatación de crédito, como sucede con frecuencia, ésta tiende a mantener, y si es muy intensa, a elevar el volumen de la importación. Esto agrava el desequilibrio, estimula la depreciación monetaria la que, a su vez, incide fatalmente sobre las importaciones restringiéndolas porque no es concebible que un país de moneda depreciada pueda seguir viviendo dentro de un creciente desequilibrio del balance de pagos: tarde o temprano la acción del tipo de cambio será lo bastante fuerte para contraer las importaciones. Por lo tanto, también en un régimen de moneda depreciada la importación tiene que reducirse cuando baja la exportación y cuando disminuye la inversión de capitales extranjeros en la medida en que no se juzgue conveniente disponer de las reservas monetarias para pagar ese excedente de importaciones. En el régimen de depreciación todas las importaciones sufren la incidencia del mayor precio de las divisas extranjeras.

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

quiera de los tres las importaciones deben descender para lograr el equilibrio del balance de pagos.

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

¿Cuáles son las consecuencias de la depreciación monetaria? Son bien conocidas, y apenas necesitamos mencionarlas: la elevación del costo de la vida con todas sus consecuencias; la restricción de las importaciones, así sean las esenciales para la vida del país como las no esenciales, aunque con la particularidad de que, en un régimen de depreciación, hay ciertos sectores de la colectividad que reciben beneficios extraordinarios que les permiten hacer grandes importaciones de productos no esenciales o de lujo. De manera, pues, que en un régimen de moneda depreciada no todas las importaciones están sujetas a la acción de la depreciación, sino que algunas son insensibles a ella, como sucede, precisamente, con las menos útiles desde el punto de vista colectivo. Además, la depreciación de la moneda actúa como una protección general a todas las formas de la industria nacional, tanto en aquellos casos en que es aconsejable proteger, porque la industria responde a las modalidades y posibilidades nacionales, como en aquellos otros en que no es conveniente la protección. En otras palabras, la depreciación es una protección sin discriminación a la industria nacional. Si se ha de proteger, es preferible, desde luego, hacerlo de acuerdo con un plan racional y no en forma global, a todo lo que pueda desarrollarse en el país. Por último, una vez que la depreciación monetaria afecta a los distintos elementos de la vida nacional, la experiencia demuestra que es muy difícil volver atrás, sobre todo cuando la depreciación ha favorecido a sectores de la colectividad que tienen una gran influencia política.

3º. *Gradación de las importaciones.* — Por el contrario, en un régimen de control de cambios es posible circunscribir este problema en tal forma, que todas las importaciones esenciales para el desarrollo de la actividad económica nacional y que en una u otra forma son indispensables para satisfacer las necesidades corrientes de las grandes masas de población, pueden aislarse de las perturbaciones exteriores, de modo que incidan sobre aquellas categorías de artículos cuya significación para la vida del país sea mucho menor.

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

Si las importaciones son heterogéneas, si tienen aplicaciones tan distintas, si responden a necesidades tan diversas desde el punto de vista económico y social, si tienen un grado tan distinto de du-

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

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

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

## 35. MOVIMIENTO DE LOS TIPOS DE CAMBIO

1º. *Ventajas.* — Bien, si hay que restringir, ¿cómo hacerlo? Ya hemos visto la nutrida experiencia argentina en esta materia, que nos lleva a la conclusión, para mí terminante, de que, para hacerlo, hay que escapar del sistema inelástico y complicado de las regulaciones cuantitativas o cuotas, y preferir, en todo caso, la restricción por medio del movimiento de los tipos de cambio, a fin de reducir la demanda de aquellas categorías de importación que necesariamente tienen que restringirse al elevarse su precio.

Las ventajas del movimiento de los tipos de cambio sobre el de las regulaciones cuantitativas ya las hemos visto al estudiar la experiencia argentina, pero podíamos resumirlas en pocas palabras. Primero, el movimiento de tipos de cambio como elemento restrictivo, tiene el mínimo de complicaciones administrativas, en lugar de los miles y miles de cuotas para los miles y miles de artículos e importadores, se establecen, si se quiere, cuotas globales de cambio o sencillamente se da libertad para acudir al mercado y comprar para esa categoría de artículos la cantidad de cambio que convenga. Segundo, el tipo de cambio permite elegir al importador dentro de las categorías establecidas, las mercaderías que más le convengan, desplazando su demanda hacia aquellos renglones que pueden tener interés para él. De ese modo se elimina la rigidez de las cuotas individuales que suele ser insostenible en un sistema de control. Es, pues, mínima la intervención del Estado en los negocios privados, y esto puede hacerse sin peligro alguno, toda vez que no se pretende usar la restricción con fines proteccionistas, lo cual no recomiendo por las razones que veremos más adelante. La tercera ventaja del movimiento de los tipos sobre la regulación cuantitativa es su aplicación instantánea, fácil, sencilla, que no requiere una gran transformación de los procedimientos internos y las circulares del control de cambios que desde el punto de vista práctico son ventajas muy apreciables también; además, como el tipo de cambio es un tipo que resulta de las condiciones del mercado y no se divide su aplicación en mil clases de mercancías, evita también las reclamaciones e influencias que trae fatalmente un régimen de regulaciones cuanti-

tativas. Debo hacer, finalmente, una consideración muy importante desde el punto de vista económico, que también concierne a la autoridad moral que debe tener el sistema de control de cambios: me refiero al hecho de que las regulaciones cuantitativas, desde el momento en que la importación de mercaderías es inferior a los requerimientos de la demanda, permiten al importador obtener una solvencia, puesto que el precio sube en el mercado interno mientras el tipo de cambio no varía para el importador. Por el contrario, si la restricción ha sido el resultado de una elevación del tipo de cambio, no sólo suben los precios internos, sino también el precio del cambio para el importador, eliminándose así la posibilidad de un lucro extraordinario, punto al cual hay que darle una importancia muy grande dentro de la organización de un sistema de control. Nótese bien que en el régimen de los tipos flexibles, no son ellos los que determinan el encarecimiento de la mercadería; en un régimen de cuotas también hay encarecimiento, puesto que el precio interno depende de la demanda y de la oferta, y si la cantidad es restringida, se encarecerán fatalmente los artículos del mismo modo que si el tipo de cambio hubiese subido.

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

y de la adaptación de un sistema a las modalidades de la realidad, a diversificar también los tipos de cambio.

2º. *Procedimiento de hacer flexibles los tipos de cambio.* — Veamos ahora otro aspecto de este sistema. ¿Cómo encarecer las divisas para las distintas categorías de mercaderías? ¿Qué procedimiento debe seguirse? Ante todo imaginemos un momento en que sea necesario aplicar el sistema, debido a que el total de las divisas que producen las exportaciones y las inversiones de capital sea inferior a los requerimientos del país, y en el que no se juzga prudente usar todas las reservas monetarias en la medida que la situación requiere. Habrá entonces una cantidad de cambio disponible que, frente a la estimación de las necesidades, tendrá que destinarse tal cantidad para importaciones, tal cantidad para ser vicios financieros y tal para otras remesas. Dentro de las importaciones separaremos ante todo lo que se considere como indispensable para aquella categoría que no nos proponemos restringir ni en su cantidad, ni afectar sus precios para no perturbar esa zona de la actividad económica nacional que deseamos resguardar a toda costa; en seguida determinaremos qué cantidades vamos a dedicar a artículos de lujo, a artículos no esenciales, a bienes durables y a bienes de capital. Al determinar estas cantidades debemos tener en cuenta las variaciones que continuamente se van presentando a fin de no seguir procedimientos rígidos, e ir adaptándose de continuo a la realidad, ya sea que ésta mejore o empeore.

Veo tres procedimientos para ofrecer el cambio que se destina a cada categoría en el mercado. Uno, el de ofrecerlo sencillamente al mejor postor en licitaciones periódicas. Si se destina, por ejemplo, para bienes durables la cantidad de 20 millones de dólares al año haremos licitaciones periódicas de esos dólares en el curso del año, dando, digamos, en cada licitación mensual o semanal, una cantidad más o menos proporcional, que no necesita ser rígida; todos los importadores interesados en adquirir ese cambio pueden comprarlo al precio a que estén dispuestos a pagar, de tal modo que el Banco Central, al final de la licitación, distribuye el cambio entre los mejores postores. Otro procedimiento sería el

de fijar para cada importador, no una cuota de mercaderías, sino una cuota de cambio para todas las de la categoría que se proponga traer el importador; esta cuota se fijaría de acuerdo con lo que el importador ha pedido en un período representativo anterior; y en lugar de dejar que el mercado fije espontáneamente los precios de acuerdo con la oferta y la demanda, el Banco Central sería quien los fijara en forma creciente, si es que las circunstancias aconsejan restringir más y más, o en forma decreciente si aquéllas mejoran.

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

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

En cuanto a sus desventajas, son dos. La primera consiste en que, cuando se conozca y generalice la índole del procedimiento, los importadores, al advertir que el precio de la divisa extranjera va subiendo (y hay que tener presente que no existe limitación alguna para sus pedidos), pueden precipitarse al mercado y pedir cantidades exageradas y aun hacerlo con fines especulativos,

previando el alza posterior del mercado. Una conducta semejante sería un factor de perturbación que haría subir los precios en forma demasiado rápida. La segunda es ésta: como las categorías son amplias, pues no conviene desmenuzarlas, hay importadores que operan con productos de mercado muy receptivo que les permiten pagar precios más altos, o aceptar aumentos mayores que en otros productos; esos importadores, que no siempre son los que traen las mercaderías más útiles, pueden pujar mucho más fuerte, despojando del cambio a los otros importadores.

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

Finalmente, el procedimiento que me satisface en mayor grado es el tercero, porque combina las ventajas de los dos y limita considerablemente sus inconvenientes. El propósito de la cuota en este tercer procedimiento no es el de restringir, como lo demuestra el hecho de que no había ningún inconveniente en fijar la cuota de acuerdo con la importación máxima en la fase ascendente que ha precedido a las restricciones. El máximo traído por un importador servirá para autorizarlo a comprar cambio en el mercado de licitaciones. Lo que se persigue con esta cuota es ordenar un poco la demanda, evitar, en primer lugar, que el importador que ha tenido una importación máxima de 100, se precipite a comprar 200 ó 300, anticipando una posible apreciación del peso, o que aumente sus negocios en un período de restricción a expensas de otros importadores. Dentro de esa cuota amplia, el importador puede presentarse a la licitación ofreciendo el precio que juzgue más conveniente. No habría el peligro de que esos precios sean demasiado bajos en relación a la situación del mercado y estimulen un lucro extraordinario, si es que el monto de las cuotas se

determina con cierta amplitud. Supongamos, por ejemplo, que las importaciones de un período máximo anterior asciendan a 500, y que no se juzgue conveniente dar más de 300 de cambio. Una demanda de 500 frente a una oferta de 300 aumentará necesariamente los precios y facilitará la adjudicación del cambio al mejor postor; no hay peligro de que se fije un precio artificialmente bajo. La cuota no actúa entonces como elemento restrictivo, sino como elemento ordenador de la demanda. El inconveniente que subsiste, sin embargo, es el de que la cuota, aun fijada con la liberalidad a que me refería, no permite el acceso de nuevos importadores, puesto que no hay un punto de referencia para fijar la cantidad que ha de corresponderles como cuota. Sin embargo, hay que preguntarse si es, realmente, una grave desventaja; es decir si se justifica la intervención de nuevos importadores cuando el cambio para satisfacer las necesidades normales de los importadores existentes, no es suficiente. ¿No será mejor abrir el campo para nuevos importadores, no en un período de restricción, sino en uno de abundancia de divisas para no perjudicar a los importadores existentes? Por todas esas consideraciones, me inclino más bien hacia este procedimiento, que tiene la virtud de ordenar la demanda y la ventaja de permitir que el precio se establezca libremente en el mercado sin intervención directa del Banco Central.

3º. *Funcionamiento de las licitaciones de cambio.* — Veamos cómo funcionaría este procedimiento. Supongamos que para las importaciones de artículos esenciales, destinadas a esa zona resguardada de la actividad económica, se establezca, digamos, el precio de 15 pesos por libra esterlina. Este podría ser también el precio básico del cambio para las licitaciones, precio que en ningún caso sería inferior al fijado para los artículos esenciales. A partir de ese precio básico los otros irían siendo mayores según la necesidad de restringir la importación; con este propósito se ofrecerían cantidades decrecientes de cambio, de acuerdo con el cálculo de las disponibilidades. En esta forma, si el cambio se va ofreciendo en licitaciones periódicas, se elimina toda posibilidad de demanda especulativa, puesto que cada importador sólo puede moverse dentro de su cuota. Es concebible que los tipos pueden llegar a un nivel muy alto si la cantidad ofrecida es pequeña y la

demanda grande. No se nos oculta que esto puede engendrar repercusiones psicológicas desagradables, sobre todo en los primeros tiempos del sistema, hasta que la gente se acostumbre a él, como ocurrió en el régimen de licitaciones aplicado con buenos resultados en nuestro país. Pero téngase en cuenta que si es escasa la cantidad de cambio que se da para la importación de esos artículos (ya sea que se establezca un precio fijo de cambio o no, o se adopte el régimen de licitaciones), y escasa la importación y grande la demanda, el precio interno subirá de todos modos. Así, pues, cuando la oferta es reducida y la demanda grande, no hay forma de evitar que el precio suba. Ahora bien, si las circunstancias mejoran, se podrá ir ofreciendo en las licitaciones cantidades mayores de cambio para bajar los precios hasta que éstos puedan llegar nuevamente al punto de partida de 15 pesos por libra.

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

brusquedad. En cuanto al número de categorías sólo la práctica nos ha ido aconsejando cómo dividir las.

4º. *Aforos para el cambio de importación.* — Veamos ahora otro aspecto de mucha importancia. En una de las últimas conversaciones sobre nuestro régimen de control de cambio, señalamos que en materia de importaciones teníamos que guiarnos, en cuanto concierne a la determinación de los valores, por las declaraciones de la factura consular, e indicamos que podía haber filtraciones, sobre todo cuando la diferencia entre el tipo a que se daba el cambio para importación y el del mercado libre era demasiado tentadora. ¿Qué podría hacerse dentro de este régimen para disminuir al mínimo la posibilidad de filtraciones? Disminuir al mínimo, digo, y no evitar en lo absoluto, porque me parece que eso es imposible. No creo que en lo que concierne a las importaciones esenciales el problema sea muy difícil en la mayor parte de los casos, puesto que se trata de materias primas, de clases y tipos perfectamente definidos o cuyos precios se pueden controlar fácilmente. Pero cuanto más compleja es la fabricación y aparecen calidades y tipos muy distintos de artículos, el control es más y más difícil. Ocurre pensar entonces si no sería posible establecer también para las importaciones, así como hicimos en materia de exportaciones, un sistema de aforos. Yo creo que es posible, y que el sistema de aforos tiene ante todo la virtud de colocar a todos los importadores en igualdad de condiciones, pues lo peor que puede acontecer es que el más alerta perjudique al menos alerta o al más escrupuloso; pero si a todos se les coloca en igualdad de condiciones, se gana mucho. Veamos cómo operaría un sistema semejante en las categorías de importaciones sujetas a tipos flexibles. Se podría establecer el aforo para cada mercadería, o para grupos de mercaderías de la misma índole general, pero de distintas calidades o tipos, y establecerlo sin cuidarse mucho de que el aforo sea ligeramente superior al precio real. ¿Por qué razón? Porque si es superior al precio real y se aplica por igual, todos tendrán la misma oportunidad de negociar ese cambio en el mercado libre, si es que este mercado tiene para las divisas extranjeras tipos superiores a los del mercado de licitaciones. Hagamos números: supongamos que el tipo de cambio para los bienes durables o las mercaderías

no esenciales esté a 16,50 por libra y el mercado libre a 17. Si fijamos el aforo para las mercaderías a un tipo ligeramente superior al precio real de la mercadería, todos los importadores podrán vender el residuo en el mercado libre; la ganancia así obtenida los conducirá a proponer precios más altos en las licitaciones de cambio. De manera que nada pierde el sistema. En caso contrario, es decir si el mercado libre tiene tipos inferiores a los tipos de las licitaciones, y se autoriza a los importadores a vender en ese mercado, su precio aumentará inconvenientemente. En el caso anterior, cuando se vendía el residuo, estas ventas tendían a aproximar el tipo del mercado libre al tipo del mercado de licitaciones; en el otro caso las ventas residuales tenderán a apartar más estos tipos. Podría también seguirse el procedimiento (que no tendría ningún inconveniente práctico) de autorizar a los importadores a solicitar o usar el cambio por el total del aforo, o por un 20 ó 25 por ciento menos, por ejemplo, según les conviniere, de manera que cuando el tipo del mercado libre sea inferior al del mercado de licitaciones, el importador podrá comprar ese porcentaje de su cambio en el mercado libre, lo cual tendrá también la ventaja de colocar a todos los importadores en igualdad de condiciones y de no entrar en los pormenores de un control que es prácticamente imposible. Estas compras en el mercado libre tendían, además, a elevar sus tipos acercándolos a los de las licitaciones. Yo creo que, buscando la solución en los aforos, se podrá llegar a un procedimiento que evite la desigualdad de situaciones entre los importadores, y a colocar al Banco Central en posición cómoda para establecer cantidades fijas para el otorgamiento de cambios sin tener que entrar a indagar si las facturas son correctas o no. Llego, pues, a la conclusión de que buscando una solución por ese camino, se puede vencer una de las dificultades más serias del sistema de control de cambios.

### 36. REGULACION CUANTITATIVA DE LAS IMPORTACIONES

Finalmente, si bien en este sistema no se aplicarían regulaciones cuantitativas, sería conveniente mantener los permisos para todas las importaciones, inclusive las de mercaderías esenciales; pero no un permiso que exija un trámite pesado, sino una especie de formulario estadístico en el que el importador declare lo que está dispuesto a importar a fin de que se tenga una información precisa de la tendencia de las importaciones. Esto es muy importante para vigilar las consecuencias de la política interna de crédito, porque en un momento dado de expansión, hasta las importaciones esenciales pueden tender a desarrollarse en forma excesiva. Se trataría de un permiso o formulario global, no individual, que no se refiera a artículo por artículo, sino a categorías o grupos. Sería necesario también buscar la forma de resolver el problema que he mencionado al referirme al control de cambios, o sea limitar la duración del permiso, para que el sistema no se encuentre con una gran cantidad de cambio solicitado en forma indefinida, sin saber cuándo se van a ejecutar las operaciones. Para evitar el abuso en los pedidos del cambio, puede establecerse también una penalidad para el que no use la mayor parte de la cantidad de cambio solicitado. Como ustedes recordarán el 90 por ciento es lo que había recomendado la experiencia argentina. Son aspectos técnicos que no tienen mayores complicaciones prácticas, pero que definen en una forma más acabada las condiciones en que tiene que operar el sistema de control de cambios.

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

(9 de febrero de 1944)

LA POLÍTICA DE CAMBIOS EN EL PERÚ

El Perú ha experimentado en los últimos años una profunda transformación económica y social. Este proceso ha sido el resultado de una serie de reformas estructurales que han permitido el crecimiento sostenido de la economía peruana. En particular, la política de cambios ha jugado un papel fundamental en este proceso, al permitir la estabilización de la moneda y la promoción de las exportaciones. Sin embargo, también ha enfrentado desafíos importantes, como la volatilidad de los precios internacionales y la necesidad de implementar medidas de ajuste. En este contexto, es crucial evaluar el impacto de la política de cambios y determinar las estrategias más adecuadas para enfrentar los retos futuros.

La política de cambios en el Perú ha sido objeto de un análisis exhaustivo que ha permitido identificar los factores que han contribuido a su éxito y los desafíos que enfrenta. Este análisis se basa en un estudio detallado de los datos económicos y financieros, así como en la opinión de expertos en el campo. Los resultados muestran que la política de cambios ha sido una herramienta efectiva para promover el crecimiento económico y la estabilidad financiera. Sin embargo, también ha enfrentado desafíos importantes, como la volatilidad de los precios internacionales y la necesidad de implementar medidas de ajuste. En este contexto, es crucial evaluar el impacto de la política de cambios y determinar las estrategias más adecuadas para enfrentar los retos futuros.

Capítulo XI

El Perú ha experimentado en los últimos años una profunda transformación económica y social. Este proceso ha sido el resultado de una serie de reformas estructurales que han permitido el crecimiento sostenido de la economía peruana. En particular, la política de cambios ha jugado un papel fundamental en este proceso, al permitir la estabilización de la moneda y la promoción de las exportaciones. Sin embargo, también ha enfrentado desafíos importantes, como la volatilidad de los precios internacionales y la necesidad de implementar medidas de ajuste. En este contexto, es crucial evaluar el impacto de la política de cambios y determinar las estrategias más adecuadas para enfrentar los retos futuros.

**COORDINACION  
DE LA  
POLITICA ECONOMICA  
Y LA DE CAMBIOS**

- 37. PELIGRO DE UNA POLÍTICA DE CAMBIOS NO COORDINADA
- 38. POLÍTICA EN CASO DE EXPORTACIONES CRECIENTES
- 39. POLÍTICA EN CASO DE EXPORTACIONES ESTACIONARIAS
- 40. ENFOQUES ACERCA DEL CRECIMIENTO ECONOMICO NACIONAL
- 41. ALCANCES DE LA POLITICA ECONOMICA

### 37. PELIGRO DE UNA POLITICA DE CAMBIOS NO COORDINADA

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

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

Por lo tanto, es necesario deslindar claramente el objeto y el alcance de la política de cambios y el de la política económica. La primera es de aplicación pasajera y circunstancial, mientras que

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

2º. *Autarquía - libre cambio.* — Es indudable que si toda la actividad económica interna esencial para satisfacer las necesidades corrientes de las grandes masas de población pudiera desarrollarse en forma exclusiva con materiales nacionales, sin tener necesidad de importarlos del extranjero, la política de cambios se simplificaría considerablemente, puesto que sólo quedarían en la importación maquinarias, bienes durables, artículos no esenciales, superfluos o de lujo. La importación podría comprimirse drásticamente en caso de gran penuria sin ninguna perturbación para la economía nacional. Pero aun cuando técnicamente sea posible llegar a ese estado de cosas, hay obstáculos económicos muchas veces infranqueables. También se concibe la posibilidad técnica de hacer en el interior una buena parte de las máquinas que el país requiera, pero también a costa de una elevación considerable del costo de producción para toda la economía nacional. Es un grave error creer que para el éxito de una política como la que preconizamos —la de fortalecer la economía nacional y hacerla menos vulnerable a las influencias exteriores— haya de caerse necesariamente en la autarquía. La autarquía es tan absurda, a mi juicio, desde el punto de vista de nuestros países, como el libre cambio.

El libre cambio deforma y desintegra la vida económica y la autarquía empobrece, sofoca la vida nacional y crea intoxicaciones de carácter psicológico de graves consecuencias. Hay que apartarse, pues, de uno y otro extremos y buscar una solución que responda a la realidad económica de cada país.

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

3º. *Problema del fomento de la industria sustitutiva.* — Es distinto el caso que se presenta a la política económica en lo que concierne a las materias primas y artículos esenciales para la actividad económica regular del país, para satisfacer las necesidades de las grandes masas de población, ya que no se trata de bienes durables, sino de artículos que deben consumirse continuamente. Se plantea entonces el gran problema de política económica que consiste en determinar hasta dónde debe promoverse la fabricación, elaboración o extracción local de esas materias y artículos esenciales para poner a cubierto la economía de las fluctuaciones y contingencias exteriores. ¿Cómo elaborar una política económica que tratando de satisfacer ese objetivo fundamental

permita, al mismo tiempo, desarrollar económicamente la producción interna? Se trata de un problema imposible de resolver en abstracto, puesto que el acierto en hacerlo depende de la combinación de una serie de elementos, entre los cuales, los más importantes son, a mi juicio, los siguientes. Primero, la tendencia permanente de las exportaciones del país: la solución será distinta si las exportaciones tienden constantemente a crecer con las inevitables fluctuaciones de orden cíclico, o si, por el contrario, se han estacionado. Segundo, la solución depende también de la existencia de recursos naturales y de la posibilidad de explotarlos económicamente. Tercero, la posibilidad de acumular en tiempos de prosperidad grandes existencias de materiales esenciales, o de desarrollar en tiempos críticos la producción de emergencia, o de substituir, también en tiempos críticos, el material extranjero por el material nacional. Cuarto, la solución depende del grado de desarrollo de la población, del mercado interno y de las aptitudes técnicas de la población. Y quinto, lo condicionarían consideraciones relativas a la defensa nacional. No voy a entrar en el examen de estos asuntos de política económica, pero sí me parece conveniente puntualizar los términos del problema para poder combinar mejor la de cambios con la económica.

### 38. POLÍTICA EN CASO DE EXPORTACIONES CRECIENTES

1º. *Incremento de las importaciones.* — Consideremos, pues, brevemente la primera hipótesis de exportaciones crecientes. Ante todo tendremos un problema similar en materia de importaciones: será esencial hacerlas crecer persistentemente para poder seguir exportando; pero, además, necesitaremos de las importaciones por cuanto la exportación creciente nos dará la posibilidad de organizar las actividades internas en condiciones sanas y económicas. Para decidir nuestro problema tenemos que preguntarnos hasta dónde deberá aprovechar el país sus posibilidades técnicas sin pasar del punto en que la producción resulta antieconómica o socialmente inconveniente. Para un país que tiene un problema vital de creci-

miento, este asunto me parece de importancia sustancial y no siempre se le ha dado en las discusiones sobre política comercial el alcance que realmente tiene. Es esencial que el costo colectivo de producción sea el más bajo posible, porque en esta forma la mayor producción permitirá resolver más fácilmente los problemas sociales que se plantean a un país, los cuales son, en fondo, problemas cuantitativos de producción. Cuando lo que hay que dividir es grande, todos esos problemas se simplifican; pero si la cantidad es pequeña por una política económica desacertada, o por condiciones adversas, los problemas son muy difíciles de resolver. Por lo tanto, al considerar en el caso de exportaciones crecientes la utilización de materiales nacionales, debe tenerse en cuenta que es necesario tener grandes importaciones para poder compensar las exportaciones crecientes, y que si un país como la Argentina, gracias a las posibilidades técnicas que se le presentan para desarrollar la producción de ciertas materias básicas a alto costo, cae en la tentación de producirlas con esa desventaja, se encontrará que para poder seguir exportando cantidades crecientes, tendrá que acudir a la importación de ciertos bienes durables como automóviles (siempre que no se pretenda entrar también en la producción de ellos) o artículos no esenciales o de lujo. Se llegaría entonces a la situación absurda de un país que produce maquinaria a costo alto y encarece los artículos indispensables para el consumo corriente de sus grandes masas de población, y que, al mismo tiempo, importa liberalmente, y a bajo costo, artículos no esenciales, superfluos o de lujo. Sin duda alguna sería una solución absurda. Claro que esa utilización inconveniente de los recursos de divisas de que el país dispone no sería incompatible con la aplicación de una política de cambios como la preconizada, desde el momento en que la importación de productos superfluos o de bienes durables siempre podrá comprimirse en casos de necesidad.

2º. *Medios de disminuir la vulnerabilidad de la economía.* — Ahora bien, si en virtud de las consideraciones que acabo de señalar, y atendiendo al costo de producción y su significado nacional, un país importa gran parte de las materias primas y artículos esenciales para su actividad económica, podría argüirse que ten-

drá una economía muy vulnerable, no ya en el caso de movimientos propiamente cíclicos, que podrían atenuarse, sino cuando ocurran depresiones agudas y la cantidad de cambio disponible se reduce a cifras mínimas y, sobre todo, en el caso de contingencias exteriores que impidan el abastecimiento regular del país de esos productos o artículos esenciales. La experiencia reciente justifica con plenitud esa preocupación, pero antes de forzar la producción de materiales básicos a alto costo para hacer frente a casos de extrema emergencia, convendría quizá examinar en nuestro país si no hay otras soluciones más económicas desde el punto de vista colectivo que permitan mantener un costo bajo de producción.

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

producción costosa, puede ser desde el punto de vista colectivo más económico y más sano.

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

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

también el caso tan importante de la sustitución de ciertos combustibles como el carbón y el petróleo, por la leña y aún por el maíz, que ha permitido aliviar una grave crisis.

3º. *Complejidad de una política no adecuada.* — Carezco completamente de autoridad técnica para hablar de estos asuntos; por ello no señalo soluciones, aunque si planteo problemas que a mi juicio deben ser objeto de un meditado estudio en nuestro país antes de lanzarnos a una política económica que podría resultar de efectos perniciosos para la actividad económica general, y para el nivel de vida de las masas.

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

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

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

### 39. POLÍTICA EN CASO DE EXPORTACIONES ESTACIONARIAS

1º. *Problemas del desarrollo.* — Hasta ahora solo nos hemos referido al caso de exportaciones crecientes; puede presentarse, sin embargo, el de exportaciones que no tienden a crecer, como ha sucedido precisamente con las argentinas en los últimos quince

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

2º. *Inversiones de capital extranjero.* — En un caso semejante las inversiones de capital extranjero pueden ser mucho más útiles y eficaces que en el de exportaciones crecientes, en que posiblemente el país podría desenvolverse con una política económica claramente trazada, sin grandes inversiones de capital foráneo. En la nueva hipótesis, para que el país pueda crecer con un ritmo activo, sería indispensable la inversión de capitales pero procurando hacerlos de acuerdo con un programa tal que los recursos se inviertan en fines esencialmente productivos y en aplicaciones provechosas desde el punto de vista colectivo, y no se malogren en aplicaciones de segundo orden, pues no hay que olvidar que la carga de los intereses en un régimen de exportaciones estables sería cada vez mayor.

#### 40. ENFOQUES ACERCA DEL CRECIMIENTO ECONOMICO NACIONAL

1º. *Papel de la política monetaria interna.* — No es el momento de considerar todavía el papel que habría de jugar la política monetaria interna para promover el crecimiento económico del país en cualquiera de las dos hipótesis consideradas. Lo haremos en otra oportunidad, pero quiero subrayar que esa política monetaria interna tiene un papel fundamental. De la combinación de estas tres políticas podrá resultar un crecimiento vigoroso de la industria del país; no de la industria pesada, pues se carece de los recursos necesarios; pero sí de las industrias que satisfacen las necesidades corrientes de la población y que, a mi juicio, podrían, a pesar de su índole, constituir en nuestro país un factor de crecimiento análogo al que ha tenido la tierra en el siglo pasado.

2º. *Los derechos protectores.* — A la política económica concierne este problema, y a ella toca determinar los derechos protectores necesarios para estimular la producción de materiales esenciales y de la maquinaria que, en cualquiera de las dos hipótesis pueda elaborarse razonablemente en el país. Establecidos los derechos sobre dicha base, tendrá que aplicarse la política de cambios, no para complementarlos, sino con una finalidad distinta: la de graduar el ritmo de las importaciones que el país tenga que realizar de acuerdo con las exigencias del movimiento cíclico. Aquí se ve claramente deslindada la acción de las dos políticas: la de cambios es esencialmente independiente de la económica, aun cuando una política económica racional facilitaría considerablemente la aplicación de la política de cambios. Por supuesto que no he querido apuntar la solución de este problema, sino presentar con una perspectiva general el posible contenido de la política económica para comprender mejor cuál debe ser su papel dentro del sistema cuyos lineamientos vengo exponiendo.

3º. *La política de cambio en el mercado libre.* — Hecho esto, podríamos continuar con la descripción de la política de cambios en lo que concierne al mercado libre. Hasta ahora habíamos con-

siderado el caso de las importaciones cuyo pago se deja al mercado oficial con el producto del cambio de las exportaciones.

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

4º. *Transacciones del mercado libre.* — Pero lo más importante, en lo que respecta al mercado libre, es el movimiento de capitales, ya sea de inversión permanente o a corto plazo, o de fondos simplemente especulativos. Tengo una opinión terminante sobre la imposibilidad de controlar estos movimientos. Hemos hecho dos experiencias: una que fracasó lamentablemente en los años 32 y 33, y que dio lugar a la formación del mercado negro; otra, más reciente, en la que no se tuvo el propósito de establecer un control permanente sino muy circunstancial y pasajero. Del mercado de capitales se lograron momentáneamente los resultados per-

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

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

5º. *El ingreso de capital y los servicios financieros.* — Por lo tanto, como creo que nuestro país tendrá que recurrir por mucho tiempo al capital extranjero, si bien de acuerdo con un programa bien trazado, será necesario darle como estímulo, ciertas condiciones de estabilidad y no someter sus servicios a las fluctuaciones, tal vez extremas, del mercado libre; tanto más si se sigue la política que preconizo de dejar absoluta libertad a los otros movimientos del mercado. Se me ha ocurrido un procedimiento que podría ser el siguiente: el ingreso de toda clase de capital sería absolutamente libre, ya que su control será muy difícil, salvo que todos los países se pongan de acuerdo en un régimen

de control de capitales. Mientras ello no ocurra, creo que conviene dejar libre la entrada; pero estableciendo en el banco central un registro voluntario de los capitales y fondos que entren al país. Ningún capital tendría obligación de registrarse; pero ese registro existiría en el banco central. Si éste aprueba la inscripción de un capital, la aprobación significa que el inversor tendrá derecho a remitir sus servicios financieros de interés y amortización, aprovechando las facilidades que brinda el mercado oficial de cambios; quien no pida la inscripción en ese registro o quien no la logre, quedará expuesto a todas las eventualidades del mercado libre de cambios.

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

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

pesos por libra; pero sin dejar que sobrepase ese máximo. Los tipos serían flexibles y darían más elasticidad al mercado libre.

Sin embargo, podría preguntarse: ¿porqué no se determina un tipo fijo para los servicios financieros? Desde el punto de vista técnico, no habría ningún inconveniente en establecer para ellos el tipo de 15; pero recordemos que en momentos de escasez de cambio, algunas importaciones estarían sujetas a tipos flexibles superiores a 15. En este caso no dejaría de criticarse que mientras algunas importaciones de bienes de capital o bienes durables cuando hay gran escasez de divisas tienen que hacerse a tipos superiores al de 15, los servicios financieros del capital extranjero se hicieron a un tipo inferior. Se me podría decir entonces: ¿porqué en lugar de 15 no se establece un tipo de 17 o de 18 de carácter fijo y se priva a los servicios financieros de la posibilidad de comprar cambio en el mercado libre? Entonces se presentaría esta otra dificultad: es muy fácil aplicar cualquier tipo a las importaciones porque tienen que pasar necesariamente por la aduana; pero es muy engorroso controlar los servicios financieros para evitar que se efectúen por el mercado libre, cuando éste les resulta más conveniente que el oficial. Para verificar lo que cada firma ha remitido por el mercado oficial y no por el libre, habría que organizar un sistema de inspecciones; sin embargo, debe preguntarse si vale la pena entrar en complicaciones de esta naturaleza cuando se tiene la posibilidad de evitarlo con medidas como las que propongo. De lo contrario, sería indispensable esa fiscalización minuciosa de los servicios, pues el remitente, cuando el tipo del mercado libre fuese inferior a 17, se sentiría tentado a comprar allí el cambio que necesita en vez de hacerlo en el mercado oficial. Habría que ver qué es lo que ha hecho con su dinero, exponiéndose a que manifieste que no ha querido girar sus beneficios porque ha juzgado más conveniente retenerlos en el país o reinvertirlos; y obligarle a no proceder en esta forma sería prácticamente imposible. A mi juicio resultaría una serie de complicaciones que son fáciles de evitar con la fórmula simple que expuse. Por otro lado, esa inestabilidad del tipo de cambio entre 15 y 17, no creo que comporte un problema grave para las empresas financieras; y es justo que en las épocas de escasez de cambio su-

fran, dentro de límites moderados, la presión de una demanda excesiva.

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

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

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

6º. *Absoluta libertad del mercado.* — Son imperfecciones difíciles de remediar; pero, a mi juicio, las ventajas que ofrece el mercado libre son muy superiores a todas sus pequeñas desventajas. Por ello soy un decidido partidario de dejar la más absoluta libertad al mercado libre toda vez que los servicios financieros y algunas otras remesas de carácter regular puedan protegerse mediante el procedimiento que he indicado, o algún otro similar.

La intervención del Banco Central solo debiera consistir en comprar en el mercado libre el cambio necesario para evitar que sus precios bajen del tipo de 15 por libra, que se aplicaría a las importaciones esenciales. No hay ningún peligro en comprar todo el cambio que se ofrezca a este tipo, el cual sería así como el punto de estabilización del patrón oro. En él se compraría a un determinado precio todo lo ofrecido, puesto que el Banco Central podría vender ese cambio en el mercado oficial. Detener la eventual valorización del mercado libre a ese tipo pero sin proponerse estabilizarlo antes de llegar a 15. En otros términos, debemos evitar la repetición de los hechos del año 42, cuando compramos gran-

des cantidades de cambio a un tipo de 17 por temor de dejarlo bajar a 15. Hay que dejar bajar al mercado libre sin ninguna restricción, y subir también sin ninguna limitación cuando el balance de pagos se invierta y salgan capitales y fondos flotantes. ¿Qué perjuicio experimentaría el país con oscilaciones de esa naturaleza? Fuera de las repercusiones psicológicas, ninguno: sencillamente el capital que entra en épocas de abundancia recibiría menos pesos en razón de la baja de precios de las divisas extranjeras provocada por el exceso de la oferta sobre la demanda. Los fondos que salgan en tiempos de escasez lo harían también a los precios crecientes que resulten del juego de la oferta y la demanda. Si en este último caso, existe una gran presión en el mercado, el precio del mercado libre subiría mucho pero sin que ello quiera decir que el Banco Central no pueda intervenir si es que tiene disponibilidades suficientes y juzga conveniente hacerlo para que el movimiento no sea demasiado brusco o para contenerlo en un determinado límite; pero sin asumir una responsabilidad definida con respecto al mercado libre, semejante a la que tiene en el mercado oficial.

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

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

gimen de libertad de movimiento de fondos, sin afectar las transacciones fundamentales del país, que son las importaciones y exportaciones, los servicios financieros y otras remesas regulares.

En síntesis, el sistema que recomendaría para mi país, por razones permanentes de política monetaria, sería el siguiente: en el mercado oficial se venderían todas las exportaciones a un tipo fijo de cambio, mediante un régimen de aforos que permita al Banco Central eliminar el serio problema de fiscalizar los valores; los residuos que da ese aforo se podrían vender sin trabas en el mercado libre; en el mercado oficial se pagarían las importaciones, divididas en categorías, con objeto de que aquellas susceptibles de restringirse en épocas de escasez sin perjuicio para la economía nacional, lo sean por aplicación de tipos de cambio flexibles y no por regulaciones cuantitativas. También se aplicarían aforos a ciertas categorías de importaciones para eliminar dificultades de control y los residuos o diferencias podrían venderse o comprarse en el mercado libre. En el oficial también se pagarían, en caso de que el tipo del mercado libre sea superior a 17, todos los servicios financieros en la forma que he expuesto y algunas remesas que la práctica aconseja incorporar. El mercado libre sería un mercado para los movimientos de capital y para los residuos del mercado oficial, con el mínimo de interferencias del Banco Central. Ese sería el régimen que, a mi juicio, podría evitar los inconvenientes que hemos notado en la Argentina en los 10 años de experiencia del régimen de control de cambios.

#### 41. ALCANCES DE LA POLÍTICA ECONOMICA

1º. *Diversidad entre política económica y la de cambios.* — No sé si he sido suficientemente claro al referirme al alcance que doy a la política económica brevemente esbozada. Por ello quisiera insistir en que, a mi juicio, esa política económica es totalmente distinta de la política de cambios: se concibe perfectamente la aplicación de una política de cambios de carácter cíclico como la que preconizo, sin que se modifique la política económica actual de nuestro país,

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

2º. *Enfoques acerca de la política cíclica.* — Otra aclaración que quería hacer es la siguiente: la política monetaria que preconizo, ya sea que se refiera a las conexiones anteriores del sistema, esto es, la política de cambios, o a la de regulación interna del poder de compra, tiene un carácter cíclico; esto no quiere decir que se requiera para su aplicación un conocimiento profundo del ciclo, ni mucho menos el tener que asentarla en ciertas previsiones sobre el futuro, puesto que si estas previsiones resultan desafortunadas, como por lo general resultan, expondremos toda esa política al fracaso. Lo único que se requiere es esto: primero, reconocer que hay un ciclo; y segundo, reconocer que las fases ascendentes no son indefinidas. Por ello siempre debe preguntarse: ¿cuándo terminará?, ¿cómo?, ¿cuánto falta todavía por recorrer?

Nada de esto sabemos; pero lo único que necesitamos saber es que esa fase ascendente va a tener un fin tras del cual vendrá una fase de contracción. Eso es lo único que nos hace falta conocer para poder desarrollar una política cíclica, e irla adaptando a todos los cambios que ocurran en la realidad. Con este propósito el plan de gastos cíclicos del cual hablaré más adelante, debe tener una extraordinaria elasticidad.<sup>2\*</sup>

(11 de febrero de 1944)

Capítulo XII

LA POLÍTICA  
DE CAMBIOS  
EN LA  
TRANSICION INICIAL  
DE LA POSGUERRA

42. LAS IMPORTACIONES

43. CONTROL TRANSITORIO DE LA SALIDA DE FONDOS

## 42. LAS IMPORTACIONES

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

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

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

#### 43. CONTROL TRANSITORIO DE LA SALIDA DE FONDOS

En lo que respecta al mercado libre de cambios, recordarán mi opinión terminante sobre la inconveniencia que para nuestro país tendría la implantación permanente de un sistema de control de los movimientos de capital, salvo que en los principales países del mundo se implante uno satisfactorio. Esto no quiere decir que no esté dispuesto a recomendar para los primeros tiempos de transición de la posguerra algunos procedimientos transitorios. Han de recordar ustedes que al hablar del decreto argentino sobre control de capitales expresé que no sólo lo habíamos solicitado al gobierno por la gran afluencia de fondos, sino también para tener en manos del Banco Central el arma necesaria para actuar sobre las remesas al exterior al terminarse la guerra. Efectivamente, es de temer en la Argentina que buena parte de los valores que se han

colocado en los últimos años puedan liquidarse rápidamente en la bolsa, y si dejamos al mercado completamente libre, ello podrá manifestarse en una gran salida de fondos que desvalorice el peso en forma demasiado rápida. El establecimiento transitorio de un permiso para todas las remesas al exterior tendría la virtud de tranquilizar las ventas en la bolsa, sin preocuparnos de que sigan y el Banco Central tenga que comprar esos títulos y lanzar dinero al mercado, siempre que podamos, en alguna forma, limitar la salida y graduarla mediante ese permiso. La aplicación del régimen podría hacerse en esta forma: obligar a todo remitente de fondos al exterior a solicitar un permiso al Banco Central; delegar en los bancos la facultad de otorgarlo cuando se trate de pequeñas cantidades, a fin de no recargar trabajo en la institución reguladora. El Banco Central podría empezar a aprobar, para cada permiso que exceda de cierta cantidad, una parte, el 20 ó 30 por ciento por ejemplo, y obligar a depositar el resto de los fondos en pesos, ya sea en un banco de plaza o en el propio Banco Central, con objeto de esterilizar el dinero, como hicimos en el caso de la inversión de fondos, e impedir que actúen internamente o presionen sobre el mercado libre. El Banco Central iría graduando los permisos y los lanzaría al mercado libre a precios crecientes determinados de acuerdo con la demanda controlada por el Banco Central y la oferta del mercado, en la que también podría actuar el Banco, vendiendo cambio en la medida de sus posibilidades. Este procedimiento se aplicaría por dos, tres o cuatro meses, y poco a poco, a medida que lo permita la situación, ya que ese estado de efervescencia no ha de durar mucho tiempo, se irían dando más permisos. En cualquier momento, por haberse llevado el tipo de cambio al nivel en que se restablece el equilibrio, el Banco Central podría abandonar el régimen de permisos y dejar que la demanda opere libremente. En esta forma creo que puede evitarse el primer sacudimiento, sin dejar mucho tiempo para el desarrollo de una bolsa negra activa; si el procedimiento se prolonga por más tiempo, temo que empiecen a surgir las combinaciones y a establecerse un mercado clandestino al lado del oficial, destruyendo toda la base del sistema.

El estudio de la evolución de la actividad económica en los países de América Latina durante el período 1950-1960, muestra una marcada tendencia al crecimiento sostenido. Este crecimiento se ha basado en gran medida en el desarrollo del sector industrial y de los servicios, así como en la explotación de los recursos naturales. El sector agrícola, aunque sigue siendo fundamental, ha experimentado una transformación importante hacia la agricultura comercial y mecanizada. El comercio exterior ha jugado un papel crucial en el proceso de desarrollo, tanto como fuente de divisas como como canal de importación de bienes de capital y tecnología. El Estado ha intervenido activamente en la economía, promoviendo la industrialización y el desarrollo de infraestructuras. En conjunto, estos factores han permitido a los países latinoamericanos alcanzar niveles de desarrollo económico y social que, aunque aún distan del de las economías desarrolladas, representan un avance significativo respecto a la situación de principios de siglo.

**Capítulo XIII**

**LA POLITICA MONETARIA INTERNA**

- 44. REPERCUSION DE LA EVOLUCION DE LAS EXPORTACIONES EN LAS ACTIVIDADES INTERNAS**
- 45. LOS GASTOS CICLICOS**
- 46. LA INTERFERENCIA FINANCIERA DEL ESTADO EN LA POLITICA MONETARIA**
- 47. OTROS ASPECTOS DE LA POLITICA MONETARIA INTERNA**

#### 44. REPERCUSION DE LA EVOLUCION DE LAS EXPORTACIONES EN LAS ACTIVIDADES INTERNAS

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

Para aclarar mejor el terreno en el cual vamos a conversar, podríamos suponer el siguiente caso bastante aproximado a una realidad muy frecuente en nuestro país: que las exportaciones experimenten un descenso de 500 millones de pesos, o sea que el poder de compra de las masas rurales se reduce en esa cantidad. ¿En qué forma se restringen espontáneamente las importaciones en un régimen de patrón oro, para restablecer el equilibrio? De acuerdo con la teoría, sería necesario reducir las importaciones en 500 millones para volver a equilibrar el balance de pagos. Por comodidad uso la palabra exportaciones para referirme al activo del balance de pagos, esto es, exportaciones más inversiones de capital y otras remesas; al hablar de importaciones, también para simplificar, aludo a las importaciones, a los servicios financieros y a otras remesas. ¿Cómo se hace esa restricción de las importaciones?

Desde luego debe decirse que no hay ninguna actitud deliberada del consumidor cuando éste, al ver limitado su poder de compra, reduce su demanda general y compra menos. En esa demanda general existe una determinada proporción de importaciones.

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

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

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

#### 45. LOS GASTOS CICLICOS

1º. *Coordinación de la política monetaria con la financiera del Estado.* — ¿Cómo desarrollar esa política expansiva? Aquí llegamos a un punto en que la política monetaria tiene necesariamente que combinarse con la financiera del Estado. Como se ha observado que la iniciativa privada en momentos de depresión no constituye un factor suficientemente vigoroso, debido quizás a la misma situación psicológica que se genera en tales circunstancias, debe ser el Estado el gran promotor de gastos anticíclicos, o sean aquellos que se realizan para crear poder de compra durante la fase descendente.

Una vez que el Estado empiece a gastar, es posible, como suele suceder, que la actividad privada aproveche ese impulso y lo haga con tal fuerza que el mismo Estado se vea llevado a disminuir sus propios gastos anticíclicos, por haber sido sustituidos por los de la iniciativa privada.

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

2º. *Desarrollo del proceso expansivo.* — Para desarrollar este plan de gastos cíclicos es necesario crear poder de compra; pero el tomarlo del mercado de valores por el ahorro que allí ingresa y volverlo a poner en circulación, no nos da mayor poder de compra, pues se trata de un simple traspaso de ese poder. Hay que crearlo mediante la expansión de crédito.

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

Vamos a entrar ahora en la fase descendente, caracterizada, en primer lugar, por un descenso de las exportaciones de la primera columna, de 2.000 millones a 1.700 millones. Como sobre las importaciones obra todavía el impulso de crecimiento de la fase ascendente, suponemos, según ocurre con frecuencia en la realidad, que se mantienen temporalmente en 2.000 millones en el primer año de la fase descendente, con lo cual tenemos un déficit de 300 millones de pesos. Para compensar la contracción que el poder de compra sufre en esta suma, debido a la restricción de las exportaciones, el Estado resuelve ampliar sus gastos cíclicos, de 400 a 700 millones; el incremento de 300 millones a financiarse íntegramente con crédito bancario. Suponemos, además, que el público sigue comprando la misma cantidad de títulos. No hay ninguna razón para que compre menos, pues la contracción del poder de compra de 300 millones ha sido sustituida por una expansión por igual cantidad. Los medios de pago, desde luego, continúan siendo de 3.000 millones.

Pasemos al segundo año de la fase descendente. La exportación cae de 1.700 a 1.500 millones, pero ya las medidas de restricción de cambios aplicadas a las importaciones han logrado su objeto: las importaciones bajan también a 1.500 millones, de manera que se restablece el equilibrio del balance de pagos. Para compensar esa nueva disminución de 200 millones en el poder de compra, el plan de gastos cíclicos se lleva a 700 millones el primer año, a 900 millones el segundo; o sea 500 millones más que

CUADRO ESQUEMATICO DE LA EXPANSION Y CONTRACCION DE MEDIOS DE PAGO EN EL PROCESO CICLICO

CONCEPTO	Balance de pagos			Negociación de valores y uso del crédito			Incremento de medios de pago	Circulación de medios de pago
	Exportaciones e inversiones	Importaciones y remesas	Saldo	Público	Bancos	Total		
	(En millones de m\$u.)							
Equilibrio	2.000	2.000	0	400	0	400	0	3.000
Fase Descendente	1.700	2.000	-300	400	300	700	0	3.000
	1.500	1.500	0	500	400	900	400	3.400
Fase Ascendente (a)	1.400	1.400	0	800	200	1.000	200	3.600
	1.400	1.400	0	900	100	1.000	100	3.700
Fase Ascendente (b)	1.700	1.500	+200	900	-200	700	0	3.700
	2.000	1.800	+200	800	-400	400	-200	3.500
Fase Ascendente (b)	2.000	2.000	0	700	-300	400	-300	3.200
	2.000	2.000	0	600	-200	400	400	3.000
Fase Ascendente (b)	1.700	1.500	+200	900	0	900	+200	3.700
	2.000	2.000	0	1.000	0	1.000	0	3.700
Fase Ascendente (b)	2.000	2.000	0	1.100	0	1.100	0	3.700

LINEAMIENTOS DE UNA POLÍTICA MONETARIA NACIONAL

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

lujo. Finalmente, el resto irá a los bancos en forma de depósitos corrientes con una velocidad de circulación reducida, en espera de una oportunidad de inversión.

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

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

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

Obsérvese cómo, contrariamente a lo que ocurre de ordinario en el ciclo, los medios de pago, en virtud de la aplicación de esta política, han subido de 3.000 a 3.700 millones, precisamente porque, al suponer que no todo, sino una parte del dinero creado, vuelve en forma de ahorro directo o indirecto al mercado de valores, es necesario compensar el resto con creación de crédito. Como he-

mos mantenido durante toda esta fase un poder de compra de 2.000 millones, la actividad económica podrá sostenerse al nivel que tuvo en el punto inicial y lo mismo las importaciones de artículos esenciales. Así pues, las únicas que habrán sufrido serán las importaciones de las categorías susceptibles de reducirse.

3º. *El ajuste de los gastos cíclicos en la fase ascendente.* — Supongamos ahora que el quinto año sea de transformación del proceso; se inicia una nueva fase ascendente, en la cual las exportaciones e inversiones de capital pasan de 1.400 millones a 1.700. Las importaciones no crecen en la misma intensidad, sino solo en 100 millones, de manera que hay un saldo positivo de 200. Si el poder de compra aumenta en 200 millones, ya no será necesario mantener el mismo volumen de gastos anti-cíclicos, por lo que habrá que disminuirlos en la misma cantidad. Si la exportación aumenta en 300 millones, los gastos cíclicos se pueden reducir sin ninguna perturbación de 1.000 a 700 millones. Suponemos que 900 millones de valores se siguen colocando todavía con ahorro del público puesto que no ha aumentado ni disminuído su masa de poder de compra; y como los gastos son solamente de 700 millones, el Estado podrá empezar ya a amortizar su deuda bancaria en 200 millones de pesos; esto, en nuestro ejemplo, permite cancelar los 200 millones de medios de pago creados ya no por la expansión del crédito, sino por el aumento de exportación; no hay, pues, incremento de medios de pago y éstos siguen en la cantidad de 3.700 millones.

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

Así, sucesivamente, llegamos hasta el cuarto año de la fase ascendente en que se produce el equilibrio de exportaciones e importaciones, sin saldo alguno. El público solamente coloca 600 millones de ahorro en títulos, pero el plan de gastos anticíclicos sólo es de 400, es decir, que vuelven al punto inicial de equilibrio.

Los medios de pago que habían llegado a un máximo de 3.700 millones, se reducen nuevamente a los 3.000 millones originales. Esto, desde luego, en la hipótesis de que todo pueda regularse en forma perfecta, es decir, que en la medida en que se contraiga la exportación durante la fase descendente se inyecte una cantidad equivalente de medios de pago, y en la fase ascendente, a medida que se dilata la exportación, se comprima la cantidad de aquellos medios.

4º. *Posible exageración de los gastos cíclicos.* — Aquí llegamos al punto difícil. Para que los gastos cíclicos se dilaten y compriman en la forma que hemos visto, es necesario el cumplimiento de dos condiciones. En primer lugar, que el plan de gastos cíclicos tenga una gran elasticidad: la construcción de viviendas, por ejemplo. Lo mismo si se trata de compra de cosechas y construcción de caminos, etc. El punto difícil no radica en esto, sino en la política financiera; ya no se trata solamente de la política monetaria del Banco Central, sino de su acoplamiento con la política financiera del Estado, que no siempre obedece a consideraciones cíclicas. Es muy posible que el Estado lleve los gastos más allá del punto necesario en nuestro caso esquemático, o que no detenga su crecimiento en el punto en que cíclicamente debería detenerlos; una conducta semejante podría perturbar intensamente el desarrollo de nuestro esquema. Así, por ejemplo, es concebible que durante la fase descendente, el Estado, en lugar de aumentar sus gastos cíclicos de 400 a 700 ó 900 millones los eleve con un ritmo más intenso. ¿Qué sucedería en este caso? Que tendríamos que aplicar restricciones aún más intensas a los artículos de lujo y superfluos, a los no esenciales, pero también a los bienes durables o de capital y hasta se concibe que sea tan fuerte la expansión o, más bien dicho, la exageración que el Estado imprime a los gastos anticíclicos, que se empiecen a sentir las consecuencias y no se pueda seguir sustrayendo a esa zona privilegiada de la actividad económica, de las perturbaciones engendradas por la política monetaria. No habría más remedio que empezar a contener las importaciones esenciales o a elevar los tipos de cambio, puesto que ya se estaría en un proceso de inflación que no tiene otro correctivo que su detención y eso en cual-

quier régimen monetario. Después veremos en qué condiciones está el régimen monetario que preconizamos frente a los otros para responder a este hecho.

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

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

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

#### 46. LA INTERFERENCIA FINANCIERA DEL ESTADO EN LA POLÍTICA MONETARIA

1º. *La política financiera y la política cíclica.* — La política financiera no se rige por consideraciones de orden cíclico, sino generalmente por consideraciones de orden político o de prestigio personal de los hombres del gobierno, o por la tendencia natural y muy explicable en un país que tiene tanto por hacer, de aumentar constantemente los gastos del Estado. La misma opinión pública suele juzgar muchas veces la eficacia de un gobierno, aunque no exclusivamente, por el volumen de las obras públicas, las cosas palpables y visibles que ha realizado. Sucede que todas esas tendencias, desgraciadamente, no responden al concepto de contrarrestar los movimientos cíclicos; por lo contrario, suelen ser más acentuados en los tiempos de prosperidad. El Banco Central no tiene otra línea de conducta en un caso así, que la de persuadir e interpretar, en la forma más juiciosa posible, los requerimientos de la realidad.

2º. *Los distintos regímenes frente a la exageración de los gastos cíclicos.* — Esto parece ser una falla seria del régimen que estamos recomendando; pero vamos a analizar si no es mayor en los otros sistemas. Comenzaremos por considerar el caso del patrón oro. Supongamos que comience una depresión en la actividad económica interna. Si el Estado decide seguir una política

financiera de expansión para contrarrestar la declinación de la economía, creo que en el régimen de patrón oro nos encontramos en el peor de los casos. El Estado, en efecto, comenzará a dilatar la cantidad de medios de pago; y ello tenderá a mantener las importaciones con el consiguiente desequilibrio del balance de pagos. Si la fase descendente se prolonga y continúa la política expansiva, puede llegarse con facilidad al abandono del patrón oro, como tantas veces ha sucedido en la realidad. La única forma de mantenerlo sería menguar la actividad interna para disminuir al mismo tiempo las importaciones; pero si el Estado desea contrarrestar esa tendencia depresiva, tendrá que ampliar el crédito, y la expansión del crédito impedirá, primero, que el balance de pagos se equilibre, desarrollándose, en seguida, una fuerte tendencia al desequilibrio que eche por tierra el patrón oro.

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

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

preciación consiguiente son mucho mayores; en el sistema que recomendamos es posible reducir aquellas importaciones susceptibles de disminución a un grado tal que pueda disponerse de cambio para el pago de las importaciones esenciales. Solo cuando el proceso de expansión es muy intenso será necesario atacar las importaciones esenciales.

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

Si en lugar de encontrarnos en la fase descendente del ciclo, nos encontramos en la ascendente, y el Estado en lugar de disminuir sus gastos cíclicos los mantiene o los aumenta, nuestro sistema también está en mejores condiciones que los otros. En efecto, si durante el período ascendente en un régimen de patrón oro el Estado gasta excesivamente, se van incubando las fuerzas que echarán por tierra el patrón oro cuando sobrevenga la fase descendente debido al gran desequilibrio del balance de pagos. Eso hemos visto en la experiencia argentina, en el año de 1929, por ejemplo, y también en tiempos anteriores. Lo mismo acontece en un régimen de moneda depreciada: serán muy fuertes las fuerzas de desequilibrio y de depreciación. En cambio, en aquel régimen, antes de afectar la zona de la actividad económica que deseamos resguardar, es posible comprimir al mínimo las importaciones de artículos de lujo, superfluos, no esenciales, y bienes de capital. Este régimen tiene, por lo tanto, mayores posibilidades de evitar la inflación o de postergarla, que el de patrón oro o de moneda depreciada.

3º. *La capacidad expansiva del crédito.* — Sin embargo, esto tampoco basta para dar un juicio definitivo; antes tenemos que preguntarnos cuál de los tres regímenes que hemos analizado ofrece en la fase descendente o en la ascendente mayores posibilidades de expansión. En el patrón oro, cuando se exporta metálico para hacer frente a un desequilibrio, se restringe el efectivo de los bancos, y por lo tanto, su capacidad de expansión. Eso podría

ser un freno para un gobierno que, en la fase descendente quisiera gastar; pero ¿qué ha sucedido en nuestro país?: que las exportaciones de oro y la restricción del crédito han conducido al cierre de la Caja de Conversión, al abandono del patrón oro, precisamente para evitar el empeoramiento de la situación monetaria. Pero aun abandonado el patrón oro y suspendidas las exportaciones de metálico, como los efectivos de los bancos quedan reducidos, es posible que la fuerza de expansión sea muy limitada si no interviene el Banco Central comprando títulos o redescotando papel a los bancos para devolverles los fondos cancelados. En ese caso podríamos ver que la facultad del Banco Central de comprar títulos en el mercado o al gobierno, o la de redescotar a los bancos, son factores que facilitan la expansión; sin embargo, podríamos decir también que el sistema que no tenga esta facultad de dilatación está en condiciones superiores porque podrá prevenir una política expansiva exagerada, pero sin dejar de reconocer que en su ausencia no podría aplicársela moderadamente en caso necesario para aliviar la situación económica interna. A nuestro entender la solución no radica en privar a un banco central de la facultad de comprar títulos, facultad que el de la República Argentina no tiene desgraciadamente, sino en limitar esa facultad, en no permitir que pueda comprar cualquier cantidad de títulos. Para establecer ese límite pueden idearse distintos medios, pero quizá el mejor sería conceder al banco central la facultad de comprar títulos en forma tal que sus obligaciones, es decir, sus billetes y depósitos, acrecentadas por la compra de títulos, no sobrepasen del promedio de los últimos cinco años, digamos, en más de un 20 ó 25 por ciento.

Si se trata, no ya de la fase descendente, sino de la fase ascendente del ciclo, diría que cualquier régimen está en iguales condiciones, puesto que al desarrollarse aumentan las exportaciones y los efectivos de los bancos, y, por tanto, su capacidad de dilatar sus operaciones de préstamo. Vemos, pues, que en el régimen del patrón oro, los bancos también están en condiciones de dilatar su crédito y el gobierno de aprovechar esas condiciones favorables para seguir una política expansiva.

4º. *Autoridad moral del Banco Central frente al Gobierno.* — En vista de lo anterior debemos preguntarnos si en el patrón oro existe un elemento que pueda evitar una política financiera exagerada o que remedie sus efectos. Evidentemente no lo hay; el patrón oro no significa defensa alguna contra una política semejante. Es claro que si sobreviene una fase de progresiva depresión económica, el Banco Central podría, en un régimen de patrón oro, aconsejar al Gobierno no hacer gastos cíclicos y comprimir la actividad económica para mantener el equilibrio monetario. Es muy poco probable que el Gobierno lo escuche si está decidido a hacer algo para evitar la desocupación y el malestar económico. ¿Qué sucederá entonces? Que la sugestión del Banco Central no será atendida; el Gobierno aumentará los gastos y logrará en los primeros tiempos mantener la actividad económica. Pero llegará un momento en que sea necesario detener ese proceso, y cuando el Banco Central sugiera al Gobierno la conveniencia de hacerlo, habrá perdido toda su autoridad moral, puesto que al haber desoído su consejo anterior y aplicado una política expansiva, el gobierno logró evitar el deterioro de la actividad económica. Así pues, cuando el Banco Central vuelva a señalar peligros, cuando los hay en realidad, no como antes que no los había, corre el riesgo de que no se tenga en cuenta su opinión, porque se dirá que así como antes hablaba de peligros que resultaron ilusorios, los que ahora señala lo son también. De manera, pues, que si en una fase de depresión el mismo Banco Central aconseja una política expansiva, en lugar de ponerle trabas; si él mismo reconoce que desde el punto de vista colectivo es preferible mantener un alto grado de actividad interna al precio de restringir artificialmente algunas importaciones, estará en mejores condiciones para persuadir al Gobierno, para tener más autoridad en el momento en que sea necesario recomendar contención.

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

En síntesis, después de lo que he manifestado, creo que un

banco central, en el régimen que hemos delineado, se encuentra en mejores condiciones para evitar el desequilibrio del balance de pagos, mientras los gastos cíclicos se mantienen dentro del límite aconsejado; y para atenuar y retardar también las consecuencias de una expansión inmoderada si es que esos gastos anti-cíclicos sobrepasan la medida adecuada.<sup>3\*</sup>

(14 de febrero de 1944)

#### 47. OTROS ASPECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA INTERNA

1º. *La absorción de fondos por el Banco Central.* — En nuestra última conversación examinamos la política de regulación interna de medios de pago que, combinada con la política de cambios, nos permitiría mantener un nivel estable de la actividad económica general. Vimos que para ello era necesario crear nuevo poder de compra durante la fase descendente a medida que se comprimía el proveniente de las exportaciones e inversión de capitales extranjeros. En toda nuestra exposición no hicimos referencia alguna al instrumento de absorción de fondos que tan útil había probado ser en manos del Banco Central en el ciclo anterior a la guerra. Y cabe preguntar, si en vista de la política de expansión del crédito que se recomienda para la fase descendente, es indispensable seguir contando con él.

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

¿Cuándo comenzar, entonces, la aplicación de ese instrumento? En el momento en que todas las actividades del país están en pleno funcionamiento y no pueden expandirse más. Si la fase ascendente continúa debido a que prosigue el ingreso de divisas provenientes de las exportaciones o de las inversiones de capitales extranjeros, ese será el momento oportuno para que el Banco Central comience a colocar en el público su papel de absorción;

pero no sin antes haber colocado los títulos que pueda haber comprado durante la fase descendente anterior a fin de resarcir el efectivo de los bancos debido a la disminución ocasionada por el déficit de los balances de pago. ¿Qué consecuencias tendría esta absorción de fondos por el Banco Central? La más inmediata sería atenuar o contener el incremento de la importación, puesto que si en el país se ha llegado a un nivel de plena ocupación y sigue aumentando la masa de poder de compra, no solo seguirá aumentando la importación de bienes de capital, durables, no esenciales y de lujo, sino que también aumentará la de artículos de consumo directo de la población, que ya no pueden ser satisfechos por la actividad interna, que ha llegado a su máximo. Estas operaciones podrían combinarse con algunas medidas para restringir importaciones excesivas de artículos de lujo, superfluos o no esenciales en caso de que ello ocurra, a fin de acumular una reserva de divisas mayor aún que la que se lograría indirectamente por la política de absorción de fondos.

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

Como puede observarse, usar en esta forma, los certificados de absorción de fondos significa seguir una política distinta de la que el Banco Central había seguido en la Argentina en el ciclo a que aludimos al comienzo de esta conversación. Como se recordará, en aquel momento se limitó a colocar sus certificados en los bancos de plaza para evitar el crecimiento de sus efectivos y una posible expansión del crédito. Cuando hizo esa experiencia,

el Banco Central señaló que era incompleta, y que sería necesario colocar los certificados no sólo en los bancos, sino principalmente en el público, a fin de restringir la cantidad de poder de compra en las fases ascendentes y, al mismo tiempo, limitar el efectivo de los bancos. Pero cuando el Banco Central señaló la posibilidad de completar la política de absorción en esta forma, no dejó de expresar que al proceder así se limitaría la amplitud del crecimiento durante la fase ascendente, a fin de atenuar también el descenso en la fase subsiguiente. De manera, pues, que al Banco Central, al hacer esta observación, no le preocupaba que la economía no hubiese llegado a su máximo de actividad. La política que recomiendo ahora da un paso más adelante, de modo que la absorción de fondos en la fase ascendente, no debe iniciarse hasta que la economía llegue a la plena ocupación.

2º. *Obligación de mantener reservas en efectivo relativas a los nuevos depósitos.* — Al considerar la política de regulación de medios de pago durante el proceso cíclico, debemos mencionar también como elemento de mucha importancia la posibilidad de obligar a los bancos a constituir en la fase ascendente un efectivo equivalente al ciento por ciento de los nuevos depósitos, o más bien dicho, del incremento de depósitos que ingresa durante esa fase. Elevar el efectivo con respecto a todos los depósitos no produciría, a mi juicio, resultados tan completos como el de considerar solamente el efectivo correspondiente a los nuevos depósitos o a su incremento; el poder de control de que dispone el Banco Central sobre la expansión de crédito de la banca privada resultaría mucho más eficaz. Es evidente que al proceder en esta forma, los bancos ya no tendrían necesidad de comprar papel de absorción del Banco Central y éste tendría que colocarlo exclusivamente en el público lo que, de paso, disminuiría el costo de estas operaciones para el Banco Central.

3º. *El redescuento y la política expansiva.* — No hemos hablado tampoco del redescuento al referimos a la política expansiva. Recuerden ustedes que hemos juzgado indispensable que, en la fase descendente, a medida que se contrae el poder de compra por la baja de las exportaciones, debe ser el Estado o los organismos del Estado, quienes desarrollen un programa de gastos anti-

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

## LA POLITICA MONETARIA Y EL CRECIMIENTO DE LA ECONOMIA NACIONAL

48. PROBLEMAS DE LA PROMOCION DE  
UN CRECIMIENTO CONTINUADO

49. LIMITES DE LA POLITICA DE CRECIMIENTO

#### 48. PROBLEMAS DE LA PROMOCION DE UN CRECIMIENTO CONTINUADO

1º. *El impulso de la demanda exterior.* — Terminada la exposición de la política monetaria interna de carácter cíclico, nos queda todavía un asunto de importancia fundamental para mi país, relativo a la política monetaria, pero no ya con fines cíclicos, sino con el propósito de promover el crecimiento continuado de la economía del país. Este es otro de los propósitos que al principio de estas conversaciones atribuí a la política monetaria: uno era el de conseguir el desarrollo estable de las actividades económicas internas amortiguando el ciclo, y el otro el de contribuir, junto con otros factores, al crecimiento más intenso de la economía del país.

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

trías transformadoras y para producir gran parte de lo que requiere el consumo corriente de su población.

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

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

2º. *La industria como elemento de expansión económica y demográfica.* — ¿Cómo es posible que la industria en el futuro desempeñe el papel que ha tenido la tierra en la actividad económica? Siempre se ha dicho entre nosotros que no habría industria por falta de población y que no habría población por falta de industria; encerrándonos así en un círculo vicioso. El problema radica en crear un factor que haga crecer simultáneamente la industria y la población, factor que será el crecimiento persistente de la demanda interior, paralelo al crecimiento persistente de la demanda exterior que en otras épocas hemos tenido. Es decir, sustituir al estímulo exterior por uno interior.

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

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

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

3º. *Las posibilidades de inmigración.* — De acuerdo con nuestra política cíclica, ahí debiera terminar la acción de la política monetaria y financiera, pero si queremos dar oportunidad para que aumente la inmigración, o para que se incorporen nuevos hombres de afuera, la política de expansión debe proseguir. Ocupados todos los brazos disponibles en la economía interna, tanto los que estaban sin empleo como los que podrían conseguirse por la racionalización de otras actividades, los efectos de esa demanda persistente darán nuevas oportunidades de trabajo a los hombres que se incorporen por la inmigración. Asegurada la demanda interior persistente, seguirá el mismo proceso que caracterizó nuestro país cuando la demanda era externa. Y como en aquel entonces en que solo fue necesario un estímulo exterior general para aumentar constantemente la población ocupada, en este caso la sola existencia de ese estímulo interior derivado de la construcción se propagará después a las otras ramas de la economía, irá creando oportunidades de trabajo y permitirá ocupar a todos los nacionales desocupados; fomenta luego la inmigración y todo ello sin necesidad alguna de que el Estado intervenga en la economía para colocar a la gente del país, o a los inmigrantes.

#### 49. LIMITES DE LA POLITICA DE CRECIMIENTO

¿Hasta dónde puede seguirse esta política? Tiene necesariamente sus límites, los cuales son más o menos estrechos según lo que ocurra con las exportaciones. Si éstas se mantienen en una

línea estacionaria, esta política podrá seguirse hasta que las exportaciones permitan pagar el monto creciente de las importaciones de materias primas, de artículos esenciales para la industria, de bienes de capital y durables y otros bienes esenciales. Conforme se vaya desarrollando la actividad económica interna y creciendo la industria y la ocupación, habrá que ir comprimiendo progresivamente las importaciones de artículos de lujo y no esenciales para permitir el incremento que de modo natural vaya operándose en las importaciones de artículos esenciales para la industria y bienes durables o de capital. Más aún, para continuar en la forma más intensa posible el crecimiento interno, llegará a ser indispensable en cierto momento, cuando ya se haya avanzado mucho, economizar en la importación de materiales esenciales, estimulando la producción local de algunos de ellos, no obstante que en otras circunstancias hubiera sido antieconómico hacerlo, y por lo que se refiere a bienes durables o de capital, tratando de hacer una parte de ellos en el país, para economizar divisas y dar lugar a la importación de otros materiales esenciales.

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

Pero si a la exportación estacionaria se unen inversiones crecientes de capital, el desarrollo económico interno y la inmigración

podrán ser mucho más intensos. Ello, sin embargo, nos plantearía el problema futuro de cómo pagar los intereses de ese capital si es que las exportaciones son estacionarias, problema cuyo riesgo valdría la pena afrontar a fin de no detener el crecimiento nacional.

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

No creo que sea el caso de entrar en detalles acerca del desarrollo de una política de esta naturaleza, pues ello nos llevaría a considerar una serie de problemas que nos desviarían de nuestro campo de exposición puramente monetario. He creído conveniente, sin embargo, señalar cómo podría aplicarse esa política monetaria porque hasta ahora nos hemos limitado a considerar medidas de defensa cíclica. Lo que acabo de decir demuestra la posibilidad de una política monetaria y financiera activa que propenda al crecimiento de la economía nacional sin aquellas preocupaciones de carácter monetario y financiero que tantas veces han contenido el desarrollo de la economía de nuestros países por someterse excesivamente a ciertas reglas ortodoxas. Durante el siglo pasado tuvimos una serie de experiencias inflacionistas que nos llevaron al desastre, las cuales han sido duramente criticadas por autores extranjeros y nacionales. Conforme se reflexiona más en la realidad del país, se observa que no todo ha ido mal, que la expansión de medios de pago, si bien ha producido efectos monetarios desastrosos, ha sido uno de los factores importantes de

nuestro desarrollo. Con la experiencia acumulada en materia técnica, financiera y monetaria, se puede seguir una política expansiva dentro de los límites que hemos señalado, a condición de acoplarla con una política de cambios que evite la incidencia del excedente de medios de pago sobre el balance de cuentas del país.<sup>4\*</sup>

LA UNIDAD  
DE CONCEPCION Y  
EJECUCION DE LA  
POLITICA MONETARIA,  
FINANCIERA Y ECONOMICA

50. DISPERSION DE FUNCIONES

51. UN NUEVO MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS

## 50. DISPERSION DE FUNCIONES

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

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

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

Lo mismo podríamos decir en materia de obras públicas; en nuestro país, los planes se elaboran por un ministerio independiente cuya mira es en general la de ampliar en forma sistemática sus trabajos sin considerar su incidencia sobre la moneda y la economía general.

Y así nos encontramos con que los resortes fundamentales de la política económica, monetaria y financiera están dispersos en nuestro país, sin la necesaria coordinación, la cual pretende alcanzarse frecuentemente mediante comisiones interministeriales que son organismos que no sólo no atenúan sino que agravan los conflictos de jurisdicción y las opiniones dispares.

Si nuestro país ha de tener un plan vigoroso de acción en la posguerra, requiere una reforma muy seria de su organización ministerial, que responde a épocas y conceptos en que la acción del Estado era muy limitada.

## 51. UN NUEVO MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS

Es necesario reunir en una sola unidad, digamos en un nuevo Ministerio de Economía y Finanzas, toda la responsabilidad de la política económica, financiera y monetaria mediante los órganos que dependan de él, sin ninguna de las tareas administrativas rutinarias que hoy sofocan la vida del Ministerio de Hacienda argentino. Por ello, si bien el Ministerio de Economía y Finanzas, tendría naturalmente a su cargo la política impositiva, presupuestal y del crédito público, lo emanciparía por completo de toda la tarea administrativa que se relaciona con estos asuntos. Así, pues, la ejecución del presupuesto, el control y contabilidad de los gastos, la percepción de las rentas, el régimen de aduanas y de los impuestos en general, el control de las organizaciones burocráticas autónomas, serían tareas puramente técnicas que podrían quedar en un ministerio de presupuesto, de carácter ejecutivo o administrativo, que no tendría nada que ver directamente con la concepción y realización de la política financiera.

Asimismo, del Ministerio de Agricultura tomaría todas las funciones de política económica, para pasarlas al de Economía y Finanzas, dejándole las de carácter técnico que son sumamente importantes en un país agrario y agregándole nuevas funciones relativas a la técnica industrial. Estas funciones técnicas se pueden deslindar perfectamente de las funciones económicas. Así, por ejemplo, ¿quién determinaría la política de compra de granos, su monto, su oportunidad, los precios y la forma de financiarlos? Tendría que ser el nuevo Ministerio de Economía y Finanzas, sin perjuicio de que la realización de esa política, la compra física de los granos y el proceso de todas esas operaciones, quedaran a cargo del ministerio técnico de agricultura.

Del mismo modo, la política de obras públicas, el monto de éstas, y la orientación de esa política, debe tener un sentido eminentemente económico. Y ello tendría también que estar en manos de ese Ministerio de Economía y Finanzas sin perjuicio de que, organismos especiales o un ministerio de carácter técnico tuvieran a su cargo la ejecución de los planes de obras públicas.

En esta forma, creo que prepararíamos a nuestra organización administrativa para seguir una política coherente, para dar a un mismo funcionario la responsabilidad de los distintos aspectos de una realidad que no se puede fraccionar sin el riesgo muy grande de falta de coordinación, o de irresponsabilidad, como tantas veces hemos visto en los conflictos entre los distintos ministerios. Juzgo que esta reforma, si no indispensable para el desarrollo de una política monetaria, financiera y económica como la que he señalado, facilitaría considerablemente la acción del Estado tanto en la concepción como en la ejecución de esta política.

Con esto, si ustedes no tienen algún punto especial sobre el cual podríamos conversar, daría por terminado el examen de la política monetaria interna, y solo nos quedaría para considerar en la otra conversación la relación que esta política que preconizo podría tener con los planes de acción monetaria internacional.

(18 de febrero de 1944)

**LA POLITICA  
MONETARIA NACIONAL  
Y LOS PLANES  
MONETARIOS INTERNACIONALES**

**52. COMPATIBILIDAD DE LO INTERNACIONAL  
CON LO NACIONAL**

**53. UN SISTEMA DE CREDITOS INTERNACIONALES**

**54. DESEQUILIBRIO DEL RESTO DEL MUNDO  
CON ESTADOS UNIDOS**

**55. CONSECUENCIAS DE UNA POLITICA EXPANSIVA  
EN LOS DEMAS PAISES**

## 52. COMPATIBILIDAD DE LO INTERNACIONAL CON LO NACIONAL

Después de haber expuesto lo que podríamos designar como plan monetario nacional, ha llegado el momento de considerar si las ideas que este plan entraña son o no son compatibles con las ideas que animan a los planes de reconstrucción monetaria internacional que hasta ahora hemos conocido. Yo creo que, en lo fundamental, las ideas no son incompatibles, y no lo son a mi juicio, por distintas razones. Primero, porque en el plan monetario nacional, hemos puesto como objeto fundamental el de mantener la actividad económica interna, lo cual significa la necesidad de controlar las importaciones en la fase descendente del ciclo económico. Si el plan procura los recursos necesarios para pagar estas importaciones, no hay incompatibilidad en lo que a ello respecta, entre la idea nacional y la idea internacional; ambas concurren a mantener cierto grado de estabilidad económica interna. Por otro lado, como los créditos no son ilimitados, el hecho de tener dentro de la política monetaria nacional resortes que permitan comprimir ciertas importaciones cuando los créditos se han agotado, tampoco conspira contra los planes internacionales, sino que permite más bien su desarrollo regular. En tercer lugar, si bien es cierto que dentro de ese plan de política monetaria nacional, se acude a los tipos flexibles de cambio para restringir las importaciones, no lo es menos que esos tipos se circunscriben en su aplicación a ciertas categorías de importaciones, resguardando a aquellas que son esenciales para el desarrollo

de la actividad económica nacional, sin influir sobre el nivel interno de precios, ni sobre los precios internacionales.

Por estas tres razones, considero que, como he dicho anteriormente, en la parte sustancial, en los propósitos fundamentales, no hay incompatibilidad entre ambos planes o sistemas de ideas; pero en cuanto los planes internacionales pretenden inmiscuirse en la política monetaria nacional, allí sí hay una manifiesta incompatibilidad, según veremos más adelante; pero considero que ese deseo de inmiscuirse en la política nacional, no es indispensable para la realización de los planes monetarios, son meras excrecencias de esos planes, que podrían ser perfectamente eliminadas sin alterar el carácter sustantivo de ellos.

### 53. UN SISTEMA DE CREDITOS INTERNACIONALES

1º. *Planes de White y Keynes.* — Lo esencial en estos planes, tanto en el de White como en el de Keynes, es la organización de un sistema de créditos internacionales. Este sistema de créditos, ha existido ya en el mundo en aquella época en que la Gran Bretaña tenía el dominio monetario internacional; pero ya hemos visto, a través de la experiencia argentina, que ese mecanismo de créditos internacionales lejos de tender a contrariar los movimientos cíclicos, los acentuaba, puesto que hemos observado en la realidad que en los períodos ascendentes, de prosperidad, de holgura monetaria en los grandes centros financieros internacionales, principalmente en Londres, era cuando se prestaba el dinero para luego interrumpir esos préstamos en los períodos de descenso, o sea que aun en lo que podríamos llamar la mejor época del patrón oro, el movimiento de los préstamos internacionales no ha sido anticíclico, sino de acentuación cíclica; no solamente en los hechos, sino en la misma elaboración de la teoría monetaria; a través de la teoría inglesa, vemos el reconocimiento del efecto benéfico de las fases descendentes épocas de expiación de los pecados monetarios, económicos y financieros que se cometían en el período ascendente, de corrección de ciertas inversiones mal orien-

tadas en los países extranjeros. De manera pues, que ni en la práctica ni en la teoría del patrón oro, existió un esfuerzo deliberado para cambiar el carácter de esas inversiones.

2º. *El concepto anticíclico en los planes.* — Por primera vez vemos ahora, en estos planes que han surgido, un concepto totalmente distinto, un concepto anticíclico; no se ofrece dinero a los países que lo requieren en épocas de prosperidad, sino precisamente en momentos de déficit en la balanza de pagos, en momentos en que la experiencia nos ha demostrado que la banca privada no ha estado siempre dispuesta a colaborar con los países deficitarios, en hacer frente a ese desequilibrio de las cuentas internacionales. De manera que desde ese punto de vista, desde el punto de vista de un sistema de créditos internacionales, la idea es excelente; pero cuando pasamos de ello a la organización de un régimen monetario internacional, sobrevienen grandes dudas sobre si las bases de este sistema son suficientemente estables y fuertes como para permitir el desarrollo ordenado de la moneda en las relaciones internacionales. A mi juicio, estos planes dejan subsistente el mismo problema que pudimos observar en el mundo con respecto al funcionamiento del patrón oro; no hay nada dentro de los planes que asegure el cumplimiento de las reglas del juego esenciales para llegar al equilibrio internacional de los balances de pagos.

### 54. DESEQUILIBRIO DEL RESTO DEL MUNDO CON ESTADOS UNIDOS

1º. *Condiciones del funcionamiento del patrón oro.* — Para demostrarlo, consideremos el caso de Estados Unidos, país que, en épocas anteriores ha seguido una conducta económica, o ha debido seguir, si es que no queremos atribuirle un propósito deliberado, que ha impedido el cumplimiento de las reglas del juego en materia de patrón oro. Para que ellas se cumplan, es necesario que ese país compre al resto del mundo y le preste, por lo menos tanto como lo que le vende; puesto que es imposible que un sistema monetario, cualquiera que sea, pueda resistir a un de-

sequilibrio crónico. Antes, durante el período comprendido entre la primera guerra y la actual, hemos visto al resto del mundo pagar ese desequilibrio acudiendo a sus reservas monetarias. En los planes White y de Keynes se acudía, para hacerlo, a los bancos o unitas provenientes de la expansión del crédito internacional. Pero en uno y en otro caso hay un límite preciso, determinado, al empleo ya sea de las reservas monetarias de los distintos países del resto del mundo, o de su aptitud para hacer uso del crédito internacional, puesto que en los dos planes se limita el uso del crédito. De manera pues, que si no se corrige el factor fundamental de desequilibrio, llegaremos a un momento en que el desarrollo de ese sistema monetario, se encontrará seriamente trabado y no podrá seguir funcionando más, salvo que se le autorice a seguir prestando.

Por lo tanto, si no se crea dentro de los planes monetarios ningún resorte que pueda asegurar el cumplimiento de las reglas del juego, caeremos en la misma situación trágica en que habíamos caído en los tiempos pretéritos del funcionamiento del patrón oro, y llegaremos al mismo fracaso tarde o temprano. De ello se han dado cuenta claramente los hombres que en la Gran Bretaña no se dejan llevar por ninguna ilusión acerca del futuro funcionamiento del patrón oro, precisamente en el país donde surgió y se desarrolló brillantemente la teoría de ese patrón. Ha pasado la defensa de éste a Estados Unidos, a los banqueros y economistas ortodoxos de Estados Unidos, pero no hemos visto en ellos ninguna contribución seria que nos permita tener esperanzas de que el funcionamiento del patrón oro se va a hacer teniendo en cuenta las exigencias que el mismo sistema debe tener ineludiblemente, para no llegar al fracaso. Son precisamente los economistas no ortodoxos los que están preconizando planes de plena ocupación, quienes con su prédica podrán llevar, si es que Estados Unidos se endereza hacia esa política, a una solución compatible con el desarrollo armonioso del comercio mundial, según veremos más adelante, y evitar el desequilibrio de las cuentas internacionales.

2º. *Causas del desequilibrio.* — Pero antes de proseguir, debemos plantear esta pregunta: ¿por qué Estados Unidos no ha cumplido las reglas del juego en la aplicación del sistema del patrón

oro? ¿Qué es lo que le ha impedido, qué es lo que le ha llevado a saltar sobre esas reglas? Esas reglas, significan en síntesis esto; todo país que por un aumento de exportaciones incorpora a su circulación monetaria interna una cantidad adicional de poder de compra, debe permitir que ese poder de compra actúe inmediatamente en la economía interna y propenda al desarrollo de las importaciones. El aumento de esas importaciones equilibra así el de las exportaciones. Para comprender bien por qué razón eso no ha podido ocurrir en Estados Unidos, no hay más que establecer un contraste entre la situación de un país como Argentina y Estados Unidos. En nuestro país, con un volumen de exportaciones, digamos, para poner un ejemplo aproximado a la realidad, de 2.000 millones de pesos, si ocurre un aumento de mil millones llevando la cifra a 3.000 millones, o sea un 50 %, el poder adquisitivo crecerá en esos mil millones. Como la circulación monetaria podríamos calcularla aproximadamente en 4 mil millones, esos mil millones representan, con respecto a ellos un incremento de 25 %, cifra suficientemente fuerte como para determinar en seguida, el desarrollo de ese proceso en la economía interna que lleva fatalmente al crecimiento de la importación, de acuerdo con el mecanismo que ya hemos explicado en conversaciones anteriores.

Veamos ahora el caso de Estados Unidos; caso distinto, en donde el grado de sensibilidad es mucho más débil. Supongamos una exportación de 4 mil millones y un aumento también de 50 %, o sea de 4 mil millones a 6 mil millones; son 2 mil millones de dólares de incremento. ¿Qué significan 2 mil millones de dólares en una circulación de 40 mil millones o 70 mil, como entiendo que tiene actualmente? Una fracción insignificante; sobre 40 mil millones, es apenas el 4 %. Quiere decir que un estímulo igualmente intenso en las exportaciones de uno y otro país, significa en el mecanismo monetario interno, una influencia totalmente distinta; muy intensa en la Argentina, muy escasa en Estados Unidos. Bastaría que en Estados Unidos disminuya en una fracción la velocidad de circulación de los medios de pago para que ese 4 % de estímulo interno resultante de un aumento de 50 % en la exportación, se vea completamente neutralizado; y no

solamente eso, bastaría una contracción de crédito o un incremento del ahorro para que ocurra lo mismo; ya sea aisladamente o en forma conjunta; y más si la economía de Estados Unidos no se encuentra en un estado de plena ocupación, sino muy abajo del tope, el incremento de poder de compra, provocado por el aumento de la exportación, estimulará seguramente el desarrollo de los negocios internos, puesto que las altas tarifas le harán desviarse de la importación, a donde naturalmente podría ir, hacia la economía interna, desempeñando esa alta tarifa un papel similar al que queremos hacer desempeñar a los tipos flexibles de cambio, dentro del régimen que preconizamos para un país como la Argentina.

Finalmente, una política deliberada de esterilización de medio circulante, que esterilice apenas 2 mil millones, o sea una cantidad pequeña en relación a la gran esterilización de fondos que hubo en el período comprendido entre las dos guerras, bastaría para neutralizar en absoluto el efecto del poder de compra causado por el incremento de la exportación sobre la economía interna. No pretendo con esto explicar una realidad muy compleja como la que se desarrolló en Estados Unidos entre las dos guerras, pero sí señalar que es tal la magnitud de la economía de Estados Unidos con respecto al resto del mundo, y tan pequeña la proporción de sus importaciones y de su comercio exterior en la vida económica total del país, que el género de reacciones monetarias que ocurren allí, es totalmente distinto en su grado y aun en la índole del fenómeno, que las reacciones que el patrón oro trae necesariamente, según lo ha comprobado la experiencia, en otros países de menor magnitud y de mayor importancia relativa de su comercio exterior.

3º. *Importaciones y plena ocupación.* — A mi juicio, en la posguerra el problema fundamental a resolver en Estados Unidos desde el punto de vista de la economía monetaria internacional y del comercio internacional, será el problema de la plena ocupación. Y para definir mejor nuestras ideas sobre ello, juzgo conveniente dar un ejemplo. Supongamos que en Estados Unidos se llega a la plena ocupación, con un ingreso nacional, digamos para citar cualquier cifra, 110 mil millones de dólares, y que Esta-

dos Unidos exporte, al resto del mundo, la cantidad de 10 mil millones de dólares. Tendremos entonces por un lado, poder de compra de la población interna, 110 mil millones de dólares; y mercaderías y servicios a su disposición por 100 mil millones de dólares, puesto que 10 mil ya han sido exportados. ¿Qué va a suceder, si por un lado hay 110 mil millones de demanda o de poder de compra, de los cuales 10 mil provienen de las exportaciones, y solamente 100 mil millones de artículos y servicios? Que habrá un desequilibrio entre el poder de compra y la cantidad de bienes, un desequilibrio entre la demanda y la oferta global de bienes en ese país que tenderá necesariamente, a subir los precios generales en unas mercaderías y servicios más que en otros. Ello tendrá este resultado inmediato; muchas mercaderías de otros países que antes no podían saltar la tarifa, se encontrarán ahora en situación mucho mejor para hacerlo, desde el momento que su precio sube en Estados Unidos. El poder de compra, por primera vez, desde el momento que hay plena ocupación, va a tender a rebajar hacia afuera, va a tender a traducirse en una mayor importación por cuanto el obstáculo de una actividad económica creciente que absorbía los medios de pago, ya no existe, y aquél otro obstáculo de la tarifa tiende también a debilitarse por obra del alza de precios de ciertas mercaderías que ya no pueden en ninguna forma satisfacerse con la producción interna, desde que ésta, según nuestra hipótesis de plena ocupación, no puede pasar de los 100 mil millones que habíamos calculado en nuestro ejemplo.

Sin embargo, para que este proceso pueda cumplirse satisfactoriamente, es indispensable que Estados Unidos no vuelva a subir sus tarifas, porque de lo contrario estaremos en el mismo caso que antes.

4º. *Los planes de White y Keynes y la plena ocupación en Estados Unidos.* — La plena ocupación de Estados Unidos, es pues, esencial para resolver el equilibrio del balance de pagos del resto del mundo con respecto a ese país. Si llegamos a esa conclusión, debemos indagar ahora en qué condiciones se encuentran los planes para llevar a Estados Unidos a la plena ocupación. En el plan de White, la cantidad de créditos es realmente

pequeña, frente a los medios de pago que tiene hoy Estados Unidos, para poder tener un efecto sensible. Es posible que el estímulo derivado de los créditos, o sea el nuevo poder de compra que de ellos emerge se pierda en el vasto campo económico y monetario de Estados Unidos, como hemos visto que se podía perder el derivado de un aumento de la exportación. En cambio, en el plan de Keynes, en donde la cantidad prestable es muy superior a la del plan de White, si sería posible que, el estímulo que el resto del mundo ejerza por medio del uso de estos créditos sobre las exportaciones de Estados Unidos y a través de ello, sobre su economía interna, pueda contribuir poderosamente al desarrollo de la plena ocupación en Estados Unidos, por el incremento considerable del poder de compra que significarían estos créditos.

5º. *Peligros inflacionistas del Plan Keynes.* — Pero aquí está precisamente el gran peligro que encierra el plan Keynes, porque ese enorme poder de compra adicional, resultante de la expansión del crédito internacional, si bien es cierto que podría actuar como un estimulante dentro de la economía interna de Estados Unidos, mientras ésta no se encuentre en el estado de plena ocupación, sería de consecuencias altamente perniciosas si Estados Unidos, por una razón o por otra, ya está cerca del punto de plena ocupación, o se encuentra precisamente en el estado de plena ocupación. Supongamos que eso ocurra, y que el resto del mundo, no obstante que toda la economía interna de Estados Unidos está ya saturada, aumente sus compras en este país en virtud de los créditos que el sistema Keynes le permite utilizar. ¿Qué ocurriría? Simplemente que ese incremento de poder de compra llevaría a Estados Unidos fatalmente a la inflación, al alza de precios, puesto que si hay mayor poder de compra y la economía interna no puede dilatarse más porque se ha llegado a la ocupación óptima de todos sus recursos, no habrá otra salida que el alza de precios, que la inflación en el vasto plano internacional.

Para abarcar el peligro que esto significa, tengamos en cuenta dos elementos, que con justa razón preocupan a la opinión financiera de Estados Unidos. Primero, la enorme acumulación del poder de compra que hay en ese país en estos momentos como resultado de la economía de guerra; y luego, la acumulación bas-

tante apreciable de saldos en dólares de otros países, tanto de México, como de la Argentina y otros países de este continente. Si a esos dos factores de orden inflacionista se agrega un nuevo factor de carácter internacional, resultante de la expansión de crédito, podemos darnos una idea clara de lo que podría significar para Estados Unidos, si es que llega a la plena ocupación después de la guerra, el tener que hacer frente a esa demanda mundial acrecentada en esta forma, con una cantidad de mercaderías muy inferior a la necesaria para satisfacerlo; tanto más cuanto que podría ocurrir que en Estados Unidos la conversión de la economía de guerra a la economía de paz, no se haga con la misma rapidez con que lo quisiera la demanda mundial, con lo que, en tal caso, la inflación en nuestra hipótesis podría sobrevenir antes de haberse llegado al punto de plena ocupación.

Se comprende pues, y se justifica plenamente la preocupación de Estados Unidos con respecto al plan Keynes, por dos razones. Primero, por la magnitud que tiene la capacidad potencial de expansión del crédito, y segundo, por el automatismo del plan Keynes, porque las cuotas de los créditos no se van a usar de acuerdo con la situación de la economía mundial, sino dentro de lo que a cada país se le ha reconocido para el empleo de ese crédito. De manera pues, que en límites bastante amplios habría una indeterminación completa en cuanto a la intensidad con que se crearía nuevo poder de compra internacional, con consecuencias muy serias sobre la economía de Estados Unidos primero, país en donde irán a hacerse preferentemente las compras, y el resto del mundo por natural repercusión.

De manera pues, que lo que a simple vista nos seduce en el plan Keynes, que es esa facilidad para usar del crédito internacional, es en donde se encuentra el mayor peligro de ese plan, mientras no haya una dirección deliberada en el otorgamiento de los créditos, mientras el plan se cumpla automáticamente, según parece ser la idea que lo mueve.

Naturalmente que es muy seductor el plantear el problema en esta forma: si Estados Unidos vende al resto del mundo más de lo que le compra y le presta, que Estados Unidos deje ese sal-

do positivo o ese sobrante en un fondo internacional, para que el resto del mundo no tenga que ir a la deflación a fin de pagarle. Expresada en esta forma, la idea de Keynes es muy aceptable, pero también se puede expresar en esta otra forma, y decir: que el resto del mundo, en virtud de los recursos del plan Keynes, puede forzar su demanda de mercaderías de Estados Unidos, puesto que se encuentra en condiciones de comprar buena parte de estas mercaderías a crédito, con total prescindencia del estado de ocupación en que se encuentre Estados Unidos; de tal modo que si se encuentra ya en estado de ocupación plena, o cerca de ese estado, el uso de ese crédito traerá fatalmente las consecuencias inflacionistas que acabo de mencionar.

6°. *Posición comprensible de los Estados Unidos.* — En fin de cuentas habremos caído en la misma falla de automatismo que contribuyó a la destrucción del patrón oro, es decir, a querer encontrar dentro del sistema, algo que sin deliberación ni dirección, conduzca al equilibrio. En verdad, es de importancia fundamental para el mundo, para todos nuestros países especialmente, que Estados Unidos llegue a ese estado de plena ocupación; pero es bien comprensible que si ello ha de ocurrir, Estados Unidos quiera llegar por sus propios recursos, por su propia política y no por imposición del exterior. Por muchas razones, primero, por una razón fundamental de soberanía a la cual sabremos también acudir cuando llegue el caso de considerar lo nuestro. En segundo lugar, es bien natural que Estados Unidos no quiera vender a crédito al resto del mundo sin tener el resorte necesario para controlar el monto de esas ventas. En tercer lugar, es perfectamente comprensible también, que Estados Unidos, si es que desea ir a la política de plena ocupación, quiera hacerlo directamente y bajo su control directo, con la aptitud para graduar la aplicación de esa política de acuerdo con las condiciones internas y de poder frenarla en caso necesario, y no someterse a que ella se ejercite desde afuera en una forma incontrolada.

7°. *Necesidad de realizar inversiones en el resto del mundo.* — Si Estados Unidos, por su propia política monetaria nacional, llega a la plena ocupación, será esencial para que el resto del

mundo pueda equilibrar su balance de pagos con ese poderoso país, que Estados Unidos preste al resto del mundo, por lo menos una cantidad equivalente a la del poder de compra que allí se ahorra internamente, neutralizando poder adquisitivo que podría ejercitarse en una mayor demanda de importaciones. Volvamos a nuestro ejemplo de los 110 mil millones de ingreso nacional; 10 mil millones de exportación, 100 mil millones de artículos y servicios, que quedan a disposición de la población interna de Estados Unidos. Si en Estados Unidos el público, en lugar de gastar los 110 mil millones de poder de compra que tiene, gasta 105 y ahorra 5, se neutralizan cinco mil millones de poder de compra que en variable medida afectarán las importaciones y la demanda interna de artículos y servicios. Esto último traerá consigo una contracción en la actividad interna y lo primero impedirá que se equilibre el balance de pagos del resto del mundo con Estados Unidos. Para corregir estas consecuencias perniciosas será indispensable que esos 5 mil millones ahorrados vuelvan a ejercitarse como poder de compra en forma de préstamos internos e internacionales. De manera pues que aun en el estado de plena ocupación, para que el resto del mundo pueda hacer funcionar equilibradamente sus cuentas con Estados Unidos, será indispensable que si el sistema bancario no presta espontáneamente al exterior, lo haga alguna organización gubernativa, puesto que de lo contrario, se privará al resto del mundo de los medios de pago necesarios para mantener ese volumen de 10 mil millones de compras con Estados Unidos, y caeremos en la situación que hemos descrito en alguna otra oportunidad. El resto del mundo, en alguna forma tendrá que limitar sus importaciones de Estados Unidos.

No hay ninguna solución concebible dentro de ningún sistema monetario imaginable, que permita al resto del mundo, una vez que se ha llegado a esa situación, continuar comprando en exceso a Estados Unidos, puesto que las reservas metálicas no son inagotables, de manera pues, que no habrá sino dos salidas, o Estados Unidos presta sistemáticamente, o el resto del mundo limita sistemáticamente sus importaciones de Estados Unidos, mediante la aplicación de sistemas de control de cambios. De la

política que siga dependerá que el nivel del comercio mundial sea alto o sea bajo. En última instancia pues, la solución de este asunto está en gran parte en manos de Estados Unidos.

8º. *La tesis Kindleberger.* — Por supuesto que la opinión que hay en Estados Unidos, no siempre concuerda con nuestro punto de vista en esta materia; hay un economista que incidentalmente mencioné en conversaciones anteriores, Kindleberger, que sostiene esta teoría un tanto extraña: que el resto del mundo está predestinado a comprar a Estados Unidos más de lo que le vende, porque desea más, necesita más las manufacturas de Estados Unidos, que lo que Estados Unidos requiere los productos del resto del mundo. Por otro lado agrega, en la mayor parte de los productos industriales, la eficiencia de Estados Unidos es muy superior a la del resto del mundo.

De manera pues, que Estados Unidos está en la situación de un país que puede tener internamente todo lo que necesita y por lo tanto sólo requiere comprar del resto del mundo mucho menos de lo que el resto del mundo se ve precisado a comprar de ellos. Por esto, el resto del mundo tiende fatalmente a desequilibrar sus cuentas con Estados Unidos. Yo tengo la vehemente sospecha de que eso no es así. Sin embargo, no vale la pena entrar en una discusión si el único juez que puede dirimir el caso, que es la experiencia futura, no existe todavía. Para poder saber si eso es así o no, tenemos que esperar que Estados Unidos se encuentre en estado de plena ocupación, en el cual, la tarifa o el crecimiento de la economía interna, no pueda evitar como antes el restablecimiento del equilibrio. Si nosotros, una vez que Estados Unidos esté en plena ocupación, vemos que no hay elasticidad de su demanda, habremos comprobado la teoría de Kindleberger, pero mientras no suceda tal cosa, eso será mera hipótesis, pero no una teoría que pueda aceptarse por su lógica perfecta. Más aún, el único elemento de prueba que da Kindleberger para apuntalar su aserto, es la experiencia de la República Argentina precisamente. Para demostrar que el resto del mundo procede en la forma que él dice, señala el caso de la Argentina, que en los años 36 y 37, como ustedes recordarán, ve aumentado su poder de compra por

el incremento de las compras de Estados Unidos, debidas en gran parte al alza de los precios; y observa Kindleberger, que este estímulo lleva a la Argentina a comprar de Estados Unidos una cantidad mayor que la correspondiente al incremento de las compras de Estados Unidos en la República Argentina. Tal es la única comprobación de su tesis. No tiene en cuenta, sin embargo, que lo que lleva a la Argentina a expandir sus compras más allá de lo que puede pagar con el incremento de las compras de Estados Unidos, no es esa cualidad intrínseca que atribuye a las mercaderías de ese país, sino la dilatación interna del crédito, el fenómeno que hemos estudiado en las conversaciones anteriores. Si la Argentina no hubiese dilatado su crédito, no habría traído más importaciones de Estados Unidos, que las que pudo haber pagado con el incremento de su poder de compra, pues por más que se desee más automóviles y refrigeradores, no hay demanda de ellos si no se tiene poder de compra para adquirirlos. Por eso, creo que la comprobación que Kindleberger da, es completamente deleznable, lo que no quiere decir que no pueda tener razón. Lo veremos una vez que se llegue a ese estado en la economía de Estados Unidos, si es que se llega; una vez que comprobemos fehacientemente que esos 10 mil millones más de poder de compra que tiene Estados Unidos con respecto a los artículos y servicios de que dispone en la economía interna, no obran externamente. Yo creo que sí van a obrar, que habrá una gran cantidad de artículos de otros países que sentirán el estímulo de esa mayor demanda. Pero esperemos los hechos concretos para asentar una teoría definitiva.

## 55. CONSECUENCIAS DE UNA POLÍTICA EXPANSIVA EN LOS DEMAS PAISES

1º. *Distinta situación para seguir una política expansiva.* — Hemos señalado que corresponde a la política monetaria nacional de Estados Unidos el emprender un plan de plena ocupación de esta naturaleza; y para que se note mejor qué diferencia fundamental hay entre el fenómeno monetario de ese país, de gran

magnitud y de tanta importancia en la economía mundial, con un país como el nuestro, no hay más que hacer un ligero contraste o comparación entre lo que ocurriría allí y en la Argentina, frente a un plan interno de plena ocupación.

Si en Estados Unidos se expande el crédito, con este propósito, mientras no se llegue a la ocupación plena, las importaciones tenderán a crecer lentamente, como que están resguardadas por la tarifa. El poder de compra se desviará al chocar con la tarifa hacia la economía interna. En la Argentina ya hemos visto que basta una dilatación de crédito de cierta importancia, para estimular inmediatamente las importaciones. Primera diferencia: insensibilidad en la importación de Estados Unidos mientras no se llegue a la plena ocupación, y gran sensibilidad en la importación de la Argentina, aun cuando se esté muy lejos de la plena ocupación.

Segunda diferencia: aun en el caso de que crezcan las importaciones de Estados Unidos, sea o no en la medida necesaria para equilibrar el balance de pagos, ese crecimiento por grande que sea, así se duplique la importación, no amenaza a las reservas metálicas, pues ellas son tan considerables, que esa duplicación de la importación no tiene gran importancia monetaria. En cambio en la Argentina, un aumento de esa intensidad en la importación, pone en peligro, fatalmente, las reservas monetarias dada la gran importancia que tiene el comercio exterior con respecto a ellas, al volumen interno de medios de pago, y la renta nacional. En Argentina hay, pues, un gran riesgo que no existe en Estados Unidos.

En tercer lugar, si la importación de Estados Unidos crece intensamente con la aplicación de un plan de plena ocupación, es muy grande la importancia de este fenómeno para el resto del mundo: aumenta su poder adquisitivo y una vez que se haya llegado al equilibrio del balance de pagos, ese poder adquisitivo se ejercita activamente en una mayor compra de productos de Estados Unidos por el resto del mundo; o en otros términos, la experiencia pasada demuestra que todo incremento de las compras de Estados Unidos en el resto del mundo, propende inmediatamente a aumentar las

compras del resto del mundo en Estados Unidos. No ocurre lo mismo en la Argentina. Si ésta aumenta sus importaciones, eso no quiere decir que el resto del mundo aumente automáticamente sus compras en Argentina, porque como apenas tenemos una cantidad que ha de oscilar en uno o en uno y medio por ciento del comercio mundial, el hecho de que realicemos un 50% más de importaciones, se diluye o se absorbe en las reservas monetarias, o en la velocidad de circulación, o en el incremento del ahorro, o en la esterilización que puede ocurrir con una cantidad tan pequeña de poder de compra en el resto del mundo. De manera pues, que no se produce la misma reacción. Tercera diferencia, que nos lleva a esta conclusión fundamental: en Estados Unidos es posible seguir con toda intensidad una política expansiva del crédito, sin ningún peligro para su balance de pagos y sus reservas monetarias. En cambio en la Argentina existe ese peligro. De ahí que en Estados Unidos dos a nadie se le haya ocurrido establecer un sistema de control de importaciones; mientras que en un país como el nuestro, es fatal su implantación si se quiere realizar una política de plena ocupación, a menos que haya abundantes créditos exteriores.

A mi juicio basta este ejemplo, al cual atribuyo importancia sustancial, para llegar a estas conclusiones. No debemos mirar los fenómenos monetarios y económicos de uno y otro país a través del mismo cristal. No es posible seguir exactamente la misma política ni las mismas directivas en materia monetaria. Los países que están en la situación del mío, requieren una política monetaria distinta en algunos aspectos fundamentales, de la que se pueda seguir en un país como Estados Unidos. Los planes monetarios internacionales, tienen necesidad de considerar esta desigual situación, sin querer vestir a todo el mundo con el mismo sayo.

2º. *Los créditos internacionales y la política de cambios.* — Estas mismas consideraciones nos llevan a este otro aspecto del problema. Si para seguir una política de plena ocupación en un país como Argentina, debemos tener a mano los resortes de una política de cambios, no quiere decir que no sea de un gran auxilio para nosotros, el poder disponer de créditos internacionales; por lo contrario, se concibe perfectamente que, empeñada la Argentina en una política de plena ocupación, o en una lucha contra la depre-

sión que viene de afuera, el disponer de créditos internacionales para seguir realizando sus importaciones, podría postergar y aun evitar la aplicación de las medidas restrictivas a la importación. Recordemos simplemente nuestra experiencia de 1940, año en que vimos que las exportaciones declinaban en forma muy intensa, mientras se trataba de mantener la actividad de la economía interna con la dilatación de crédito. Si al ver reducirse severamente nuestras reservas metálicas hubiésemos podido disponer de créditos fáciles, sin necesidad de complicadas negociaciones; si hubiésemos sabido que esos créditos estaban a nuestra disposición por 300, 400 ó 500 millones de pesos, no habríamos tenido por qué iniciar la aplicación de restricciones drásticas a la importación. Habríamos podido esperar 12 meses y quizá más. Ese intervalo nos hubiese permitido llegar hasta el año 41 en que volvieron a crecer las exportaciones. De haber tenido esos créditos, no habríamos necesitado acudir a la política de cambios para equilibrar el balance de pagos. Esto nos hace ver la extrema utilidad que ellos habrían tenido. Pero al mismo tiempo, la prudencia más elemental nos habría recomendado el tener siempre a mano esos instrumentos, porque así como en el 41 se acrecentaron las exportaciones, pudo haber ocurrido lo contrario, o lo que es peor, las exportaciones hubiesen podido seguir declinando, y entonces, como no hubiéramos podido, ni hubiese sido aconsejable, aun dentro del mismo espíritu de los planes, seguir usando y abusando del crédito, habríamos tenido necesidad de implantar las restricciones indispensables.

Los mismos planes consideran esta eventualidad, y ante la posibilidad de que un país siga usando esos créditos, se le llama la atención diciéndole: tomen ustedes medidas de reajuste. ¿En qué forma? ¿Qué medios de reajuste hay si esas palabras mágicas con que los planes esperan que corregirán su situación los países con superávit no surten el efecto deseado? ¿Qué queda a los países deficitarios, sino comprimir su importación? No hay otra solución. Los planes no quieren la depreciación como medio de restricción; tampoco es de suponer que sean partidarios de la aplicación automática y violenta del patrón oro, para conseguirlo por cuanto comprimirían severamente la economía interna. ¿Qué queda entonces si no es el control de cambios?

Alivia un poco mis preocupaciones, el ver que en el plan para la fundación de un Banco Central en Cuba, formulado por economistas norteamericanos, entre los cuales figura el propio Mr. White, se reconozca por primera vez en un documento emanado de funcionarios del gobierno de Estados Unidos, que en un país sujeto a grandes fluctuaciones como es el caso de Cuba —y también el nuestro— se vea precisado a acudir a un sistema de control de cambios para limitar sus importaciones y movimientos de fondos con el exterior. Eso me induce a suponer que ya no ha de horrorizar tanto en Estados Unidos la idea de un control de cambios como instrumento de equilibrio del balance de pagos; y me anima a creer también que, discutiendo con ellos del problema y explicando nuestro punto de vista, se ha de poder llegar a una conciliación en lo que concierne a este detalle, porque no creo que tenga una importancia fundamental para el éxito de los planes. Es indispensable reservarse las facultades de mover los tipos de cambio para importaciones. Aquí llegamos a este punto, que es uno de los más delicados del plan. Tanto en el de Keynes como en el de White, un país que no puede alterar individualmente el tipo de cambio, (salvo el pequeño margen que reserva el plan de Keynes) sin el consentimiento de las autoridades monetarias internacionales. En dichas autoridades, como es razonable que así sea, figura una representación prominente de las grandes potencias. Surge pues este problema de tanta trascendencia para nosotros: ¿vamos a enajenar, en fin de cuentas por un plato de lentejas, nuestra soberanía monetaria, nuestra facultad de mover los tipos de cambio, de acuerdo con nuestra apreciación de las condiciones internas y externas del país? ¿Vamos a delegar esa facultad privativa en un mecanismo internacional? Creo que, planteado ese problema en nuestro país, la opinión pública no aceptará semejante decisión.

Por otro lado, uno se pregunta si realmente tienen autoridad infalible los hombres de las principales potencias como para que se les delegue en sus manos una facultad de esta naturaleza. ¿Han demostrado los tiempos anteriores tanta sabiduría y espíritu de previsión como para que tengamos absoluta confianza en ellos? ¿Han demostrado comprender a fondo nuestros problemas monetarios, nuestras necesidades y las tragedias de nuestra vida econó-

mica, como para que deleguemos en ellos, en su poder de voto, el manejo de nuestros tipos de cambios? Evidentemente no. Nadie podrá conocer nuestros propios problemas como los que estamos trabajando en ellos; lo que no quiere decir que el asesoramiento o la consulta no pueda ser importante y utilísimo; pero ello es muy distinto del consentimiento.

Aparte de esas consideraciones, examinemos la situación que en cada país nuestro tiene el Banco Central. ¿Qué ocurriría con su autoridad moral y su prestigio si después de haberse hecho uso de los créditos y no haber podido equilibrar el balance de pagos, el Banco Central recurre al organismo internacional pidiéndole permiso para mover el tipo de cambio y por incomprensión, o por lo que fuere, no se le concede ese permiso? ¿En qué situación quedaría el Banco Central frente a la opinión pública? En una situación moral deplorable. El Banco Central vería seriamente menoscabado su prestigio, el prestigio indispensable en estos momentos; y no solamente eso, sino que de un mero problema monetario, habríamos creado innecesariamente un problema de orden internacional. Se acusaría al Banco Central y al gobierno que lo apoye, de estar sacrificando los intereses del país, a favor de los intereses internacionales, situación que tampoco conviene en forma alguna a un Banco Central.

Por ello, así como Estados Unidos se opone al plan Keynes y en ello influyen posiblemente consideraciones acerca del desarrollo de su propia política monetaria, deberíamos hacer ver por nuestra parte que, en lo que concierne a los tipos de cambio, estamos precisamente en una situación análoga; que así como ellos no desean que su política monetaria nacional se vea perturbada por el desarrollo automático de un plan internacional, así también nosotros no sabríamos vernos privados de nuestra indispensable libertad de acción en esta materia, por someternos a las decisiones de un organismo internacional. Pero por otro lado, si tuviéramos la convicción de que esa rigidez de los tipos de cambio fuese absolutamente indispensable para construir un sistema monetario internacional, tal vez nos sintiéramos arrastrados a este sacrificio y a explicar a nuestra opinión pública que ello es indispensable para promover una regularidad mayor en el desarrollo de la economía

internacional. Pero, en verdad, después de examinar el problema no tenemos una convicción de esa naturaleza, y sobre todo cuando se considera que dentro del plan nacional que propongo para la Argentina, la flexibilidad de los tipos no produce ningún inconveniente ni interno ni internacional. No hay inconveniente interno, porque deja una zona extensa de la economía completamente libre de esas fluctuaciones, ni internacional porque el objeto esencial de esa elevación del tipo de cambio es restringir la importación, que, como hemos dicho, en cualquier caso tendría que hacerse, y los mismos planes así lo admiten. De manera, pues, que se me ocurre que en todo esto no hay sino un mero obstáculo formal, derivado en gran parte, del desconocimiento de lo que han significado los planes nacionales de control de cambios, que no responden a un concepto arbitrario, aunque en la mayor parte de los casos hayan sido aplicados arbitrariamente, sino a una necesidad fundamental de ciertos países que no pueden defender en otra forma su balance de pagos, y la estabilidad de su economía interna.

3º. *Una solución razonable.* — Por eso me pregunto si no sería suficiente que un país, en lugar de pedir consentimiento a las autoridades monetarias internacionales, les consulte, les explique las razones que tiene para tomar esa actitud y después de haber escuchado la opinión de los expertos internacionales, tome su decisión, pero sin declinar su libertad de acción.

Por otro lado se comprende muy bien que los países que van a prestar en última instancia esos fondos, tengan algunas pretensiones más razonables y otras irrazonables; me parece perfectamente razonable que Estados Unidos que es quien, por lo menos en los primeros tiempos, contribuirá con la mayor suma de los fondos prestables, no vea con buenos ojos que el fondo preste a un determinado país sin cierta forma directa o indirecta de consentimiento. Sin embargo, no se ha insistido mucho en ese aspecto del problema. Por lo contrario, se ha querido, y eso también es razonable, que cada país sepa que dispone de una determinada cuota, y que puede moverse holgadamente dentro de esa cuota. Pero en cambio se le priva de la libertad de mover sus tipos monetarios según hemos visto. Yo preferiría lo otro; o más bien dicho, que la cuota se divida en dos partes y que solamente pueda

usarse la primera sin negociación alguna, en forma automática; en tanto que para usar la segunda parte, se entre en una negociación para combinar su empleo con ciertas medidas de política monetaria interna. Así se podría llegar a un acuerdo perfectamente honorable. Supongamos esto: que un país desee obtener del fondo esa segunda parte de la cuota y se discute el problema del país en cuestión, digamos la Argentina. Se examina el balance de pagos y si la Argentina demuestra que tal cual están las cosas se desarrolla su política de estabilidad económica interna, le es indispensable, o mover los tipos de cambio para comprimir la importación, o tener nuevos créditos. Pues bien, es posible que se llegue a un acuerdo para obtener ese crédito con el compromiso mientras dure su aplicación de no mover los tipos de cambio. Ahora bien si se ha restablecido mientras tanto el equilibrio, desaparece el problema; pero si ello no ha ocurrido habrá que volver a conversar y negociar; y, en todo caso, el país interesado tendrá libertad de acción para mover el tipo de cambio, si no obtiene un nuevo crédito, o si considera imprudente seguir haciendo uso del crédito para no afectar las importaciones de artículos superfluos o no indispensables. De todos modos si no se llega a un acuerdo, este procedimiento tendrá la ventaja de impedir una ruptura unilateral de los convenios. Sería a todas luces preferible que en vez de esa ruptura, un país que no pueda usar el crédito por no haber podido ponerse de acuerdo con las autoridades del Fondo, siga su política de elevación de tipos sin retirarse del Fondo internacional.

Por otro lado, creo que en esta negociación de una segunda cuota, el Banco Central, frente a su propio gobierno se encuentra en una situación mucho más cómoda que la de la falta de consentimiento que anotamos hace un momento. En efecto, supongamos que en Argentina el gobierno sigue una política exageradamente expansiva, llevando al país a un proceso inflacionista que estimula desproporcionadamente las importaciones. Recurre la Argentina al Fondo, y si las autoridades expresan dudas de que sea recomendable este crédito mientras la Argentina, por haber llegado a la plena ocupación, no necesite ya continuar su política expansiva. Es muy posible que la presentación clara del problema, permita al Banco Central acentuar su influencia ante el propio gobierno con

el respaldo moral del Fondo internacional, haciéndole ver que con la prosecución de esa política el desequilibrio será cada vez mayor y no habrá tampoco posibilidades de seguir usando del crédito porque será inútil hacerlo mientras perdure esta situación. Creo que la autoridad moral del Banco Central se vería fortalecida por la acción persuasiva del Fondo; en tanto que una imposición podría traer consecuencias contraproducentes al herir la sensibilidad nacional del gobierno, y la opinión pública.

4º. *Estabilidad del tipo de cambio para exportaciones.* — Si en materia de importaciones estoy persuadido de que un país como el nuestro tiene que reservarse esa indispensable libertad de acción para mover los tipos de cambio, pienso en forma totalmente distinta en lo que concierne a las exportaciones. Es posible que en esto último haya estado tal vez la preocupación mayor de los autores de estos planes, movidos por el propósito de evitar que de nuevo pueda desarrollarse en el mundo, una carrera competitiva entre distintos países que, mediante depreciaciones de su moneda, tratan de conquistar una participación mayor en los mercados internacionales. Si esa es la preocupación la reconozco y comparto en absoluto, puesto que la experiencia nos ha demostrado claramente que las ventajas que un país pueda obtener de la depreciación de su moneda en materia de exportaciones, son transitorias; y que esas ventajas son mínimas en relación a las perturbaciones que se introducen en el desenvolvimiento del mercado internacional. No se podría concebir, en efecto, un plan internacional con libertad de depreciación monetaria en lo que respecta a las exportaciones. Por ello no vería ningún inconveniente en que nuestro país suscribiera un compromiso firme en esta materia pero con una salvedad, aconsejada también por la experiencia de los años de crisis. Esa salvedad es la de que no se pueda modificar el tipo de cambio para las exportaciones, mientras el nivel de precios de nuestros productos en el mundo no descienda, digamos, en más de un 25 por ciento. De manera pues, que si la Argentina se viera nuevamente en una situación tan crítica como la que experimentó en los años de la crisis mundial y sus precios descendieran por debajo de un 25 por ciento, tendría derecho a mover su tipo de cambio de sus exportaciones previa consulta con las autoridades del Fondo. Los

países afectados por un descenso de tal magnitud, en los precios internacionales, podrían así corregir internamente las consecuencias de este fenómeno distribuyendo entre los distintos sectores de la colectividad la carga que de otro modo sufrirán por entero los productores agropecuarios. Esto es, se tomaría una medida de depreciación, no para estimular las exportaciones (para lo cual se podrían dar ciertas garantías como las que nosotros pusimos en juego en 1933), sino para lograr una redistribución más equitativa de los réditos dentro de la colectividad nacional, y con efectos meramente internos que no perturben para nada el desarrollo de las transacciones internacionales.

Si bien se mira, el que los precios internacionales caigan en más de 25 por ciento, significa que los planes de reconstrucción no han dado el éxito deseado, que han fracasado, que no se han combinado los planes monetarios con planes internacionales de compra de sobrante, o con planes de estímulo de la economía mundial; y si ello es así, ¿cómo vamos a privarnos de una facultad de ajuste tan necesaria frente al fracaso o al mal funcionamiento del plan? Eso sería pedir demasiado de los países que van a suscribirlos.

5º. *Juicio general sobre los planes de White y Keynes.* — En síntesis, para terminar esta conversación que ya me lleva un poco lejos, diría que el propósito de estos planes es excelente; que no me parece imposible llegar a una conciliación entre estos planes y los nacionales puesto que convergen en sus propósitos fundamentales de estabilidad. Por otra parte, después de haber seguido las discusiones desde que los planes salieron a luz, tal vez el camino más razonable sería procurar llegar a algo menos ambicioso acaso que el plan de Keynes, y algo menos rígido que el plan de White. Se comprende bien por un lado, que Estados Unidos tenga el temor de esa gran masa de maniobra internacional que da el plan de Keynes, y de su juego automático; se comprende por otro lado que Inglaterra abrigue temores por la rigidez excesiva que caracteriza al plan de White. Y se me ocurre pensar si la solución más conveniente no estará dentro de los lineamientos trazados por el profesor Williams, de la Reserva Federal, quien sostiene que lo mejor, en materia de compromisos relativos al valor de la moneda,

sería procurar el entendimiento entre las principales potencias. Logrado esto, si las principales potencias aseguran una estabilidad monetaria razonable, habrán desaparecido muchos de los motivos de perturbación monetaria en los otros países. En cuanto al plan de Keynes, el hecho de que haya señalado en mi conversación los peligros que entraña esa gran masa de poder de compra internacional que podría ponerse en juego, no quiere decir que la vea personalmente con malos ojos; creo que ha sido una idea muy feliz la de Keynes el haber trazado para el conjunto del mundo un plan basado en la idea sencilla del circuito monetario cerrado, en donde los saldos positivos se ponen a disposición de los países deficitarios para poder pagar sus adquisiciones en los países acreedores, sin ninguna atención monetaria interna. La idea me parece excelente desde distintos puntos de vista y promete facilitar la aplicación de otros planes internacionales tendientes a la regulación de los mercados o las inversiones de capital; lo que temo es la aplicación automática de la idea, sin ningún principio deliberado de regulación, por las razones que he señalado. Aplaudo también la audacia de Keynes de no establecer una relación fija entre el banco y el oro. Porque tanto lo uno como lo otro daría a ese Fondo una considerable capacidad para poder obrar rápidamente si es que el mundo se encuentra al borde de una depresión. El poder usar una gran masa de poder de compra, tal vez podría ahorrarles un proceso de esa naturaleza; pero así como no creo en un patrón oro automático, así como no creo en ningún sistema automático de política monetaria interna, tampoco creo en un sistema internacional que funcione sin una deliberación inteligente.

Finalmente creo que cada país debe estudiar estos planes a la luz de su propia experiencia. Es lo que he tratado de hacer con respecto a mi país; he tratado de analizar cómo habría funcionado el plan de Keynes y el plan de White en épocas anteriores, frente a las distintas vicisitudes en que nos hemos encontrado, y a raíz de ese examen he llegado a las conclusiones que les acabo de exponer y que son, como ustedes habrán visto, de un carácter general y no tocan a los detalles de estos planes. Ojalá, en una próxima discusión de estos asuntos se pueda llegar a comprender la posición de los países como el nuestro, ver sus verdaderos problemas

y llegar a un arreglo que, si no tiene la amplitud de los arreglos originarios por lo menos nos permitan iniciar un sistema de créditos internacionales e ir recogiendo experiencia, que es lo que, en fin de cuentas, será lo único que nos ha de permitir con el andar del tiempo, madurar las ideas y lentamente llegar a soluciones definitivas.

(21 de febrero de 1944)

NOTAS SOBRE LAS CONVERSACIONES  
ACERCA DE LOS LINEAMIENTOS  
DE UNA POLITICA MONETARIA NACIONAL

(Parte cuarta)

NOTA <sup>1</sup>

*Sr. Villaseñor:* —Si entendí bien en el sistema combinado que usted propone para las importaciones de artículos de lujo, superfluos o durables, se establece la cuota de importación para cada importador, tomando como base un período representativo. De manera que cada importador tiene derecho a comprar, cada semana, la cuota proporcional que le corresponde... ¿Solamente esa persona puede usar la parte proporcional de lo que ustedes le venden y nadie más? ¿No cree usted que no dejar que suba el tipo de cambio según van subiendo las mercaderías le resta flexibilidad al sistema? Porque ese señor no tiene por qué pujar mucho ya que no le darán más que esa cantidad y no le van a quitar su cuota porque de todas maneras los otros están en las mismas condiciones. Bien. No veo cómo podía tener flexibilidad para que fueran subiendo los tipos de cambio a paso y medida que subieran los precios a que venden ellos los artículos de importación.

*Dr. Prebisch:* —Muy bien, supongamos que los importadores del grupo de artículos superfluos o de lujo hayan tenido en un período representativo máximo una importación mensual de un millón de dólares; ese millón de dólares de demanda se distribuiría entre todos los importadores de acuerdo con lo que cada uno ha tenido, es decir, a cada uno se le daría el máximo. En cuanto a la oferta, no ofreceríamos el millón de dólares en la licitación; si lo hiciéramos, naturalmente todo el mundo propondría un precio bajo para las divisas extranjeras. Ofreceríamos una cantidad de dólares proporcionada al cambio que finalmente nos proponemos adjudicar. El millón de dólares era lo que se tenía en el período máximo; ahora tenemos que dar una cantidad muy inferior; daremos 500.000 ó 300.000 según nuestras disponibilidades, de manera que, por un lado, habrá una demanda de un millón y por otro lado una oferta de 300 ó 500 mil.

*Sr. Gómez:* —Entonces el que no pague lo bastante...

*Dr. Prebisch:* —Queda fuera.

*Sr. Gómez:* —Y perdió definitivamente su derecho.

*Dr. Prebisch:* —No, puede presentarse en la siguiente licitación con su remanente de cuota.

*Sr. Gómez:* —¿Pero la que deja de aprovechar la pierde o la puede acumular?

*Dr. Prebisch:* —No he pensado en este detalle, pero no veo, a simple vista, inconveniente para que pueda acumularse.

*Lic. Martínez Ostos:* —Pero el problema subsiste en el caso de artículos esenciales, pues podría haber una confabulación de importadores para actuar en las licitaciones.

*Sr. Villaseñor:* —¿Para que ninguno pague más? Eso no pasaría nunca, pues hay siempre quien tiene más urgencia.

*Dr. Prebisch:* —En el caso extremo en que no haya pujas entre los importadores por haberse conabulado, el Banco Central puede anular la licitación como ocurre en las licitaciones de letras de tesorería; se trata del mismo régimen que yo estoy proponiendo para el cambio. Existe una cláusula por la cual el Banco Central puede anular la licitación, cláusula que pusimos justamente porque en los comienzos del mercado de letras había muy pocas casas que se interesaban por ellas y podía darse el caso de una reunión o combinación entre ellas. Pero si el Banco Central se da cuenta de eso...

*Sr. Gómez:* —La rompe.

*Dr. Prebisch:* —Rompe la combinación. Hay, además, otra forma más directa que consiste en ofrecer menos en la próxima licitación. Eso rompe necesariamente la combinación, porque si se ofrece un millón y se ha repartido entre ellos el millón, es porque esta cantidad ha de ser holgada; pero si se les ofrecen después 300.000 y en varias ocasiones una cantidad pequeña, la competencia tendrá que llevarlos a pujar pues el Banco Central es siempre el más fuerte y tiene la oferta en sus manos.

*Lic. Costo:* —Las limitaciones del cambio disponible no se aplican a artículos concretos, automóviles, por ejemplo, sino a una categoría muy grande de artículos. Entonces será más difícil que el importador de planchas eléctricas se ponga de acuerdo con el de refrigeradores. Por otro lado, no olvidemos que inicialmente hay un impulso hacia el alza del tipo de cambio proveniente de que se limitan los medios de pago, o la oferta de medios de pago, en relación con una demanda que se supone que en todos los casos ha bajado, pero no en las mismas proporciones que el cambio. Siempre será menor la oferta que la demanda. Entonces la tendencia de la mercancía a subir es evidente, hasta que llegue al punto en que se encuentra el nivel. La cuestión es que el beneficio del sobreprecio quede al Estado y no a quienes tienen la patente de la importación. Esta es la tendencia que debe seguir el Banco Central para evitar que vaya a suceder lo que acontece en estos momentos con los importadores de automóviles: el afortunado importador a quien México le da una cuota de 100 automóviles y en Estados Unidos consigue un certificado de prioridad, hace un negocio muy lucrativo, porque el automóvil que le costó diez mil pesos lo puede vender en México en veinte mil.

*Dr. Prebisch:* —Es el defecto de la cuota.

*Sr. Gómez:* —Y toda esa ganancia es para don Fulano de Tal, el feliz mortal que tuvo la suerte de haber estado metido en ese negocio en el período representativo; de manera que necesitamos hacer derivar esa ganancia al Banco Central.

*Dr. Prebisch:* —Creo que en ese sistema se deriva perfectamente.

*Sr. Villaseñor:* —¿En la práctica las distintas cuotas de licitaciones señaladas especialmente en las cuotas para artículos esenciales, nunca sufrió el Banco Central las presiones políticas?

*Dr. Prebisch:* —No, nunca; y debe reconocerse que eso es un elemento muy importante dentro del cuadro. Antes de la creación del Banco Central, la Oficina de Control de Cambios dependía directamente del Ministerio de Hacienda. Pero una vez creado el Banco Central ha tenido una libertad de acción muy grande y al mismo tiempo, ha tenido toda la autoridad para oponerse a los pedidos que se hacían fuera de las normas o fuera de las reglamentaciones.

*Sr. Villaseñor:* —¿Y en el período anterior?

*Dr. Prebisch:* —En el período anterior, la Oficina de Control de Cambios ha sufrido con frecuencia la presión de los intereses, pero felizmente se logró en todos los casos encuadrar la acción de la Oficina dentro de normas dictadas por el Ministerio de Hacienda; de manera que, cuando se presentaba un caso excepcional, de algún político u hombre influyente, la Oficina consultaba a la Comisión de Divisas donde hay muchos ojos, pues no podía resolverlo directamente, y se estableció la práctica de que tampoco el Ministro resolviese los asuntos sin el asesoramiento de

la Comisión de Divisas. Claro que un Ministro dispuesto a salirse de las normas, podía hacerlo, pero ello se traslucía demasiado, ya que tenía que pasar por encima de la Comisión de Divisas y exponerse a que la Comisión fuera a plantear esta cuestión. Por lo general esto ha andado bastante bien; y mejor aún cuando pasó el sistema al Banco Central pues entonces los Ministros de Hacienda podían argüir a los solicitantes que el Banco es autónomo. Ahora bien, cuando hay alguien que está distribuyendo las cuotas en pequeñas secciones, (tanto para fulano, tanto para mengano), el riesgo de influencias es muy grande. En cambio cuando se dice: yo no doy para tal cosmético, tal aparato para absorber polvo, sino que doy para un grupo donde están todos esos artículos, y cada uno es dueño de solicitar el cambio que quiera dentro del volumen de negocios que él ha tenido, las presiones desaparecen.

NOTA 2

*Sr. Gómez:* —En la conversación Ud. hizo alguna sugestión que me parece interesante: la de regular la moneda y la economía por medio de reservas en mercadería. Ustedes ya tienen la experiencia de hacer una reserva que en realidad es una reserva monetaria. Sugiere Ud. hacer también una reserva en artículos que Uds. no pueden producir económicamente, por medio de emisión de dinero que podrán o no recoger con emisiones de bonos, pero que en realidad es reserva monetaria, ya no en oro, sino también en mercaderías. Tengo la duda de que cuando hay exceso de divisas es porque es la fase ascendente del ciclo, que se caracteriza por el alza de precios. Entonces se comprarían los diversos artículos a precios altos para usarlos cuando estuvieran bajos en el mercado internacional.

*Dr. Prebisch:* —Se concibe perfectamente la posibilidad de formar reservas de divisas en la fase ascendente por la absorción de fondos sobrantes en el mercado en un período de gran abundancia, y destinarlas luego a la compra de esos artículos en el momento adecuado. No tengo un plan elaborado, en esa materia, como es de suponer; pero sí apunto la idea es porque observo en mi país cierta tendencia a desarrollar producciones que a mi juicio serían de un costo extremo para el país. Tendríamos un costo de producción alto para elementos básicos de toda la industria del país y las construcciones; y me he preguntado si no es el caso de responder a quienes creen que el país debe prepararse para estas eventualidades y constituir existencias para el consumo de uno, dos o varios años, para poder afrontar tiempos de emergencia comprimiendo a la vez el consumo.

*Sr. Gómez:* —Yo no quiero decir que no se pueda, sino que estoy recordando en este momento que ya se han hecho muchos estudios sobre la posibilidad de acumular mercaderías como reserva monetaria y como medio de regular. Quizá en este asunto podría llegarse a un acuerdo.

*Dr. Prebisch:* —Yo creo que sí, y considero que vale la pena explorar ese camino. Recuerdo que en 1940, el Brasil, cuando fue el Ministro de Hacienda argentino a iniciar un arreglo, propuso una idea muy interesante. Tenía el Brasil sobrantes de café y la Argentina sobrantes de trigo, y no había en ese momento restricción de transportes marítimos. El Brasil propuso entonces comprar un millón de toneladas de trigo para el consumo de un año más o menos; la Argentina, en cambio compraría un millón de toneladas de café. Esto significaba para la Argentina, vender un millón de toneladas de su sobrante de trigo y para el Brasil un millón de toneladas de café. Claro que este caso es especial, pues siempre existen facilidades de transporte entre estos dos países; pero cuando se trata de artículos que vienen de mercados más lejanos, la formación de existencias tiene mayor importancia.

*Sr. Gómez:* —¿Aun para fines estratégicos?

*Dr. Prebisch:* —Aun para fines estratégicos.

*Lic. Costo Villegas:* —Yo quería hacer una observación similar a la que hace el señor Gómez, porque en el transcurso de las explicaciones de usted, se ha referido a que una importación, para usar los términos literales que usted emplea, hecha "liberalmente" durante la fase creciente del ciclo, permitiría a un país capotear las dificultades de abstenerse de bienes de capital y de bienes durables durante la

fase menguante, o sea la época en la cual las divisas escasean a consecuencia de una reducción de sus exportaciones, hecho que lo lleva de un modo fatal a comprimir sus importaciones ya sea mediante el sistema de moneda depreciada o de control de cambio. De allí, un poco insensiblemente, se salta a la idea de hacer una reserva o un almacenamiento de este tipo de bienes. Tal es la idea que francamente expresa Don Rodrigo. Creo que conviene explorar esta cuestión y aun cotejarla un poco e imaginar posibilidades reales, porque mientras se trate de artículos de consumo cuya demanda durante tal o cual período de tiempo es fácil de conocer, no parece haber ningún mayor peligro, ni ninguna dificultad mayor, a condición de que no sean bienes, perecederos; pero claro a medida que sea mayor la complejidad de este tipo de bienes, la posibilidad de hacer un acopio de ellos se complica, llegando en algunos casos a la imposibilidad completa. En otras palabras, pueden verse las necesidades aun de ciertos tipos de mercaderías, digamos motores eléctricos básicos, de cierto tipo. Pero más allá de eso, no puede usted caminar, sobre todo sin ayuda de estas dos cosas, y este es un punto en el cual me gustaría insistir, aunque sin levantar siquiera el tono de voz. Primero, se requiere un conocimiento de las necesidades económicas del país; que ninguno, que yo sepa, ha alcanzado a tener. Se requiere, por otra parte, un conocimiento de metas económicas que ningún país, que yo sepa, exceptuando Rusia, ha logrado fijar. Sin estas dos ayudas, es muy limitada la posibilidad de hacer acopio de este tipo de mercancías. Es que esa "importación hecha liberalmente" apenas deja margen, o no deja ninguno, puesto que el hecho de hacerla "liberalmente" implica que las divisas con que pagan se agotan y no las habrá, en consecuencia, en la fase menguante del ciclo. Para pasar el apuro durante esta fase, lo que en realidad debería hacerse es aplicar las restricciones desde la fase creciente y no ya en la menguante, cuando sería tarde.

*Dr. Prebisch:* —Cuando sugerí la conveniencia de estudiar el problema de la acumulación de existencias, me referí exclusivamente a existencias de materiales básicos, de algunos artículos esenciales para la actividad nacional, los que la experiencia reciente nos ha indicado que son vitales: el hierro, los metales, algunos productos químicos, etc. En caso de encontrarse aceptable la solución, tendrá que intervenir el Estado en alguna forma u otra con un plan bien definido. En el caso de las maquinarias y de los bienes durables, no propongo ninguna solución que implique la intervención directa del Estado, sino la libre iniciativa privada. Lo único que deseo es que en tiempos de abundancia de divisas se puede bajar el tipo flexible al mínimo y estimular los créditos para importar la mejor maquinaria. De manera que no se necesita que el Estado esté planeando o indagando qué es lo que van a recibir las industrias; se les daría el máximo de libertad de importación y el máximo de facilidades, para que cada una, con criterio de previsión, pueda importar lo que a su juicio sea necesario para mantener la producción en períodos de crisis. En fin de cuentas, sin ninguna política de provisión, la industria ha podido seguir funcionando en la Argentina en estos años con lo que ya tenía en una época anterior no obstante que no se había practicado una política liberal, como la que recomiendo, porque a veces se puso alguna dificultad a la importación de maquinaria. A pesar de eso, la industria se ha desenvuelto con el equipo de máquinas y elementos de transportes que tenía. De manera, pues, que si se sigue en período de abundancia una política de facilidad y se dan créditos especiales y a bajo interés para adquirir maquinaria, creo que el resultado será satisfactorio, y que no necesitará el Estado entrar en los detalles que corresponden a la iniciativa particular. Creo que el mismo industrial o importador cuando vea bajar los tipos de cambios y sepa que esa situación es transitoria, tratará de aprovechar esas facilidades.

*Lic. Cosío Villegas:* —Otro camino, un tanto diabólico, sería el siguiente: no hagamos almacenamiento de bienes de ninguna naturaleza, puesto que tropezamos con la dificultad doble de que no sabemos cuáles son, ni siquiera si nos van a durar, porque los bienes durables son durables mientras no hay otros que los susti-

tuyan, y a veces los progresos técnicos son suficientemente serios, no contando ya el capricho humano, que en esta materia el hombre es tan veleidoso como la mujer. No almacenemos bienes propiamente, sino divisas, puesto que con ellas podremos comprar en todo momento lo que nos haga falta, exceptuando la emergencia, ya no tan remota por lo visto, de una guerra de estas universales, en que ya es una dificultad de mercado y de transporte la que impide la importación. Ahora bien, para hacer un acopio de divisas, en realidad, el plan de compresión de las importaciones y si se quiere apurar el razonamiento nada más con el espíritu de exageración, también de exaltación o dilatación de las exportaciones; pongámoslo en práctica en la fase creciente del ciclo.

*Dr. Prebisch:* —No es incompatible una cosa con la otra. Justamente hablaremos de ello más adelante. No es incompatible esta solución muy sensata, con la otra. Cuando estudiemos la política de regulación interna de los medios de pago, voy a proponer que en ciertos períodos el Banco Central venda títulos en el mercado o coloque sus papeles para comprimir la cantidad de medios de pago, evitar que ese poder de compra estimule importaciones, a fin de acrecentar sus reservas de divisas. Pero a pesar de estas reservas puede haber una penuria de cambios tal, como la que hemos tenido en otras oportunidades, que obligue a comprimir las importaciones.

*Lic. Cosío Villegas:* —¿En qué circunstancias?

*Dr. Prebisch:* —Pongamos el caso de una situación similar a la de 1931, 32 y 33, en que disminuyeron severamente nuestras reservas monetarias y no pudimos reponerlas por el nivel bajísimo de las exportaciones, debido a la caída de los precios en oro del mercado universal. De manera, pues, que deben verse ciertas situaciones en las que por más divisas acumuladas que haya, tengan que usarse para pagar cosas esenciales para el país. Entonces no habrá más remedio que imponer restricciones, primero, a lo superfluo y de lujo; luego, a lo esencial y tal vez llegar a la maquinaria y a los bienes durables. No aplicaría restricciones a la maquinaria, sino en última instancia, a fin de no sacrificar materias primas esenciales.

*Lic. Cosío Villegas:* —Me faltó decir una cosa en relación con la primera observación que hizo el señor Gómez. No solo hace falta tener un conocimiento muy detallado de las necesidades del país y establecer metas económicas bastante claras, sino hace mucha falta el conocimiento íntimo del ciclo, puesto que todo esto se hace girar en torno a él, a su periodicidad, intensidad y duración medida, porque en función de todo ello vamos a optar ya sea por la acumulación de divisas, por el almacenamiento de artículos básicos o por lo que sea. Es decir, esta es otra guía que por fuerza debe tener un banco central o una autoridad monetaria cualquiera para estos manejos. Es decir, que la aplicación de una política de esta naturaleza, si se es carba a fondo, requiere la ampliación del campo de acción del banco central en proporciones no usuales hasta ahora, ante las cuales, por cierto, no tiemblo.

*Dr. Prebisch:* —Pero deslindemos bien lo que es la política cíclica de una política económica de provisión para contingencias como la guerra. Se puede aplicar perfectamente una política cíclica como la que estoy recomendando y dejar de lado ese otro problema para que lo resuelva la política económica. La política económica resolverá por ejemplo, si conviene producir hierro a alto costo o si conviene traer grandes existencias de hierro, sin que ello interese a la política de orden cíclico en materia de cambios y en materia monetaria. Esto es un problema completamente independiente que he señalado, pero no he pretendido resolver. En cambio, señalo y pretendo resolver el problema de las fluctuaciones cíclicas. Así, cuando digo que conviene facilitar la importación de maquinaria en las épocas de abundancia de cambios, no estoy señalando la conveniencia de aplicar ningún plan orgánico que requiera el conocimiento fundamental de la industria de parte de los funcionarios del Estado, porque seguramente cometerían grandes errores. Creo mucho más en la previsión y en el libre juego de la iniciativa particular. Los miles y miles de

fabricantes tienen una suma de previsión y de experiencia que ningún cuerpo de funcionarios puede igualar. Eso lo hemos visto; por más que los funcionarios estudien, llega un momento en que un modesto industrial ha pensado mucho mejor en los problemas de su fábrica y en sus necesidades. Dejemos entonces actuar a esa gente con el máximo de libertad posible: que acumulen todo lo que les convenga acumular, que traigan siempre la mejor máquina que puedan conseguir, al precio de cambio más bajo. Es todo lo que pido: que tengan facilidades para importar las mejores máquinas del exterior cuando abunda el cambio. Nada más. Pero no indicarles qué es lo que deben traer ni el carácter que debe revestir esa importación, sino facilitarla ante el riesgo de tener que comprirla en caso de escasez de divisas. De manera que usted ve que es una política cíclica un poco gruesa, que no requiere entrar en detalles. En todo este plan he procurado que el Estado solo tenga ciertos resortes de índole muy general y deje el máximo de libertad para que la gente se arregle como mejor le plazca o mejor le convenga, porque estoy persuadido de que el Estado no puede hacerlo eficazmente en sustitución de la iniciativa privada.

*Sr. Gómez:* —Al iniciar esta conversación intervine porque me seduce mucho el estudio del almacenamiento con fines regulatorios, no solamente aplicable a lo que hemos estado hablando, sino a otras cuestiones más importantes, especialmente en México. Tenemos, por ejemplo, el maíz y el trigo; a veces las cosechas son deficitarias y a veces arrojan sobrantes que tenemos que exportar porque no hay donde almacenarlas y entonces el país sufre mucho, porque cuando sobra un 10 % de maíz, su precio se abate. Basta un 10 % de déficit para que el maíz se vaya muy alto, hasta un 10 % de superávit para que el maíz caiga mucho, con todos los trastornos consiguientes. Si pudiéramos almacenar maíz en la forma en que se hacía en España con los depósitos, podríamos almacenar, digamos, hasta un año el consumo del país para que sirviera de base de regulación en este ciclo. En el caso del trigo lo podríamos hacer; el Estado podría invertir dinero, puesto que los particulares no lo podrían hacer por los gastos de almacenamiento y los intereses; si lo hiciera el Estado contaría con una masa de maniobra en especie para regular aun el precio como está haciendo la Argentina con el trigo ahora que nadie puede exportar.

*Dr. Prebisch:* —Y a un interés bajísimo, o aun cero interés.

*Sr. Gómez:* —Aun a cero interés. Ahora bien, no todos los bienes se pueden almacenar con el mismo grado de certidumbre. El maíz y el trigo —si bien con algún riesgo— se pueden almacenar. Asimismo los lingotes de cualquier metal y aun muy alto costo. Ya en maquinaria no, porque está más expuesta a la obsolescencia. Entonces, la política de importaciones liberales de maquinaria durante la fase creciente del ciclo, cuando sobran divisas, no tiene ningún peligro, porque la importan los industriales que saben que les va a costar ponerlas en marcha y las van a estar usando mientras que llega el período en que ya no van a poder traer más maquinaria con la trascendental ventaja de que cuando ya no se puede traer más, es cuando ya no tienen tanto interés en traerla, puesto que es la fase menguante del ciclo, en que no hay mayores ventas, en que no hay necesidad de hacer almacenamiento. De manera que la regulación sí puede hacerse, nada más exige un gran estudio. Inglaterra estuvo haciendo, ya con fines militares, aunque se disfrazara con propósitos económicos, grandes almacenamientos de muchas mercancías desde varios años antes de la guerra; quizá esto la haya salvado. He leído de algunos intentos de fijar la moneda sobre el precio de un conjunto de mercancías, en lugar de fijarla únicamente con relación al oro, de manera que a mí me interesa mucho estudiar todas las posibilidades que pueda haber en ese tipo de almacenamiento.

*Dr. Prebisch:* —Yo no hablaría de tener directamente una reserva de mercaderías, porque mucha gente se asustaría, sino simplemente, cuando hay excedente de divisas, tomarlas del banco central por una operación de crédito de parte del go-

bierno, y comprar con esas divisas esas mercaderías; no decir que la moneda está respaldada, aunque de hecho esté.

*Sr. Gómez:* —Porque Uds. tienen a la vista una cantidad X de oro y divisas, pero además tienen acumulada una gran cantidad de cosechas de trigo que van a convertirse en moneda; de manera que su trigo es una reserva monetaria y la moneda argentina no sólo está garantizada con divisas, sino que está garantizada con trigo y el maíz, si no se utilizara como combustible; pero en realidad estuvieron invirtiendo Uds. moneda contra almacenamiento de las cosechas del maíz.

*Dr. Prebisch:* —Así es.

*Sr. Gómez:* —Otro punto: cuando el tipo libre llegue al tipo mínimo del mercado oficial, dice Ud. que se puede comprar ilimitadamente, y ningún perjuicio causa, hasta donde el Banco Central esté capacitado para absorber por medio de emisiones de bonos, cédulas, certificados, el dinero que dan Uds. por ese cambio libre; cuando empiece a ser superior, entonces va a afectar un poco a los precios del interior del país, ¿no cree Ud.?

*Dr. Prebisch:* —Sí. Cuando sea excesiva la entrada. Fuera desde luego de la política monetaria interna, que tendría que absorber esos fondos para evitar la congestión del mercado, la única forma de evitar una gran abundancia de fondos cuando se ha llegado ya al tipo de 15, es establecer el control de capitales; no habría otra forma, pero creo que con el régimen de registro del capital, y la declaración del Banco Central de que no asume ninguna responsabilidad por esos fondos se restringe la entrada, y sobre todo, si no se empieza a comprar cambio por el Banco Central en grandes cantidades antes de llegar al público, porque muchos de esos fondos van atraídos por una especulación de resultado bastante seguro cuando el Banco Central empieza a comprar antes del público.

*Lic. Cosío Villegas:* —Yo creo que en ciertas circunstancias el control es absolutamente necesario.

*Sr. Gómez:* —Yo creo que nos lo van a imponer.

*Dr. Prebisch:* —Yo no me opongo al control en ciertas emergencias, y justamente creo que la Argentina no se va a librar de él por algunos meses en la posguerra; señalé simplemente que siendo contrario, radicalmente contrario al control de capitales, no vacilaría en imponerlo durante un tiempo limitado como lo aconsejé el año pasado en la Argentina, y como lo aconsejaría fervientemente para el período inicial de la posguerra, y por esta razón: porque si bien creo en la conveniencia del mercado libre, abandonado a sus propias fuerzas, temo que en nuestro país inmediatamente después de iniciada la posguerra, una parte importante de las inversiones en títulos y en letras de tesorería, quiera salir rápidamente aún a precios altos, y entonces tengamos una presión muy fuerte en la bolsa, la cual no es posible controlar. En este caso no vacilaría en establecer un control de las salidas de capital por un tiempo suficientemente limitado como para no dar margen a que empiecen a hacerse combinaciones en el mercado libre.

*Lic. Cosío:* —Para conseguir una salida gradual.

*Dr. Prebisch:* —Para graduar la salida, sí. Y entonces, una vez establecido el control, veremos cuál es la cantidad de fondos que están dispuestos a salir y podremos planear su liquidación gradual.

NOTA 3

*Sr. Gómez:* —Es claro que si el Banco Central y el gobierno siguen una política congruente, con vistas al ciclo, de aumentar o restringir los gastos cíclicos, según se trate de la fase descendente o de la ascendente, no habría ninguna dificultad para llevar la economía del país por el camino conveniente; pero sabemos que es muy difícil lograr ese acuerdo. No es imposible, pero sí muy difícil.

*Dr. Prebisch:* —Muy difícil.

*Sr. Gómez:* —Descartando también la posibilidad de los gastos exagerados del gobierno contra lo cual no hay remedio posible y suponiendo que el gobierno sigue

una política constante de gastos públicos normales no exagerados, independientes de los movimientos cíclicos, quedaría la posibilidad al Banco Central de regular con sus propios medios de pago y de poder de compra en manos de la población. Cuando la fase es descendente, el Banco puede aumentar su crédito por medio del descuento a los bancos, por compras de valores al público, disminuyendo el encaje con los bancos. Entonces se puede poner en manos del público el poder de compra que impida la disminución de las actividades en general que, como usted explicaba muy bien, el patrón oro hacía descender la actividad del país en vez de aflojar las importaciones; entonces podría el Banco Central mantener la misma cantidad de dinero en la calle, en los bancos. Luego, en la fase ascendente, el Banco Central puede empezar a restringir el medio circulante, disminuyendo el crédito a los bancos, vendiendo los valores que tenga en su cartera, que son casi los únicos medios que tiene; así podría trabajar con vista al cielo; para lo cual se necesita que el Banco Central esté dotado de la masa de maniobra de bienes que pueda vender, en un momento dado, y operar marginalmente.

*Dr. Prebisch:* —Sí, en una fase moderada podría tener éxito; pero si es muy fuerte el movimiento, al decidirse el Banco Central a comprar títulos es necesario que alguien los venda; si está solamente el público frente al Banco con la masa de títulos que solía tener, éste no podrá comprar mucho; es necesario que alguien salga a vender títulos nuevos. Podría ser, por ejemplo, el Banco Hipotecario, para promover las construcciones. Comprando cédulas hipotecarias se permitiría al Banco Hipotecario extender considerablemente sus préstamos. Esto confirma entonces lo que usted decía.

*Sr. Gómez:* —Nosotros hemos tratado de persuadir a las sociedades financieras a que emitan bonos generales, que nosotros estamos autorizados a comprar, a condición de que estén garantizados con determinado tipo de inversiones que nosotros consideramos convenientes para la economía del país. Así, pues, nuestra ley nos permite seguir esa política en un momento dado, porque podemos comprar esos bonos generales; ahora, por ejemplo, hemos dicho que cuando se trate de importación de maquinaria estamos dispuestos a comprarlos para fomentar la importación de la maquinaria de segunda mano que haya en Estados Unidos. En una fase descendente también podemos persuadir a las sociedades financieras para que emitan bonos generales para extender el crédito y comprarlos; podemos también aumentar el descuento a los bancos y disminuir su encaje de manera que tenemos un gran margen para aumentar la cantidad de circulación con objeto de mantenerla a la altura deseada; claro que nuestro poder es limitado y que llegará un momento en que no podamos más.

*Dr. Prebisch:* —Pero que sería muy eficaz. Conserva, además, la elasticidad en sus manos.

*Sr. Gómez:* —Y conserva la elasticidad en nuestras manos. Cuando no son muy profundos los movimientos cíclicos, podemos atenuarlos sin necesidad de estudiar nuevos procedimientos. En cambio, cuando se trata de la fase descendente y el gobierno sigue con sus mismos gastos y no los disminuye, entonces también tenemos medios para restringir el dinero de la circulación hasta cierto grado.

## NOTA 4

*Sr. Villaseñor:* —Lo que Ud. ha dicho me hace pensar o plantear la cuestión de si durante esos dos períodos de crecimiento del país no ha habido inversión de capitales.

*Dr. Prebisch:* —En el primer período, anterior a la crisis mundial, además de las grandes exportaciones, hubo una corriente muy importante de capital extranjero. En el segundo período fue menor, sobre todo en los primeros años, que coinciden con los de la crisis mundial. La corriente de capitales se reanuda a fines de 1935; pero entre el 30 y el 35 hay un crecimiento industrial que en gran parte se hace con capital nacional y con expansión de crédito; después interviene el capital extranjero.

*Sr. Villaseñor:* —¿El aumento de la inmigración solamente existió durante el período de aumento de exportaciones? ¿No hubo aumento de inmigración después de paralizado su crecimiento?

*Dr. Prebisch:* —No hubo; fue muy pequeño. Nuestro país, en los últimos quince años ha tenido un crecimiento vegetativo. Como siempre habíamos visto el crecimiento del país bajo el impulso de estímulos exteriores, cuando observamos que nuestra exportación se detenía, el país restringió deliberadamente la inmigración y perdió la oportunidad de acrecentar su población debido a esa actitud, ya que no puedo llamarle política. Toda la psicología del país durante esa época ha sido de defensa: en la moneda, en la política económica interna y en la política demográfica.

*Sr. Villaseñor:* —Dijo usted que le correspondía a la Secretaría de Hacienda el manejo de la tarifa de importaciones; ¿puede Ud. decirme si la Secretaría de Hacienda tiene facultades constitucionales para mover esa tarifa o si son facultades del Congreso?

*Dr. Prebisch:* —Del Congreso.

*Sr. Urquidí:* —Cuando usted habla del estancamiento de la exportación, ¿se refiere usted al volumen o al valor?

*Dr. Prebisch:* —Al volumen físico.

*Sr. Urquidí:* —¿Entonces un aumento de los precios de los productos primarios podría indicar un aumento a favor de la exportación?

*Dr. Prebisch:* —Desde luego. Pero en los últimos quince años no hemos tenido aumentos de precios sino oscilaciones de carácter cíclico.

*Sr. Urquidí:* —Pero para el futuro, ¿usted cree que los productos primarios aumentarán de precio con relación a los productos de otros países industriales?

*Dr. Prebisch:* —Con respecto al futuro no hago ninguna previsión, sino que me limito a hacer una serie de hipótesis para ver qué es lo que ocurriría en cada una de ellas. ¿Quién puede predecir el futuro de los precios? Naturalmente que si sube el nivel de los precios de los productos agropecuarios y aumentan por ello las exportaciones, estaremos en esa hipótesis feliz de exportaciones crecientes, para las cuales, sin embargo, no veo ninguna perspectiva en estos momentos salvo en el período inicial de la posguerra en que será necesario alimentar a Europa.

*Ing. Robles:* —Esa política monetaria que usted ha señalado tiene dos aspectos, uno de carácter cíclico y otro de fomento y desarrollo, cuya característica, según he podido entender, es permanente. Si no fuera permanente, y desde ese punto de vista, creo que es muy bueno el campo experimental que usted ha elegido, porque la vivienda es una necesidad humana permanente; como esa necesidad se ha satisfecho muy medianamente ofrece un campo ilimitado, aun cuando habría que calcular la vida de las construcciones, el aumento de la población, etc., etc., para estar seguros de no suspender nunca esa política; de lo contrario sería contraproducente, es decir, se causarían perturbaciones muy serias. Esto por un lado; por otro, a primera vista, me parece que podría haber conflictos de hecho entre la política anticíclica que usted señala y la política permanente de desarrollar una industria escogida con ciertas características. La idea me ha interesado plenamente, porque en alguna ocasión estuve tratando de encontrar no una industria, sino un grupo de industrias que llenaran esas condiciones; recuerdo que entre ellas pensé en la industria de la producción de leche, con base en un informe de la situación de la infancia en Suecia que es la nación más adelantada del mundo por lo que hace a materia social, informe del que resultaba que la población infantil de Suecia estaba muy mal nutrida. Proyectando ese hecho en nuestra realidad mexicana, pensé que la industria de la leche podría ser fomentada en una forma casi permanente.

*Dr. Prebisch:* —Voy a tratar de contestarle, ingeniero. Elijo el plan de construcción como estímulo inicial, sin excluir, desde luego, otros planes de obras públicas, de carácter colectivo, o aun planes de desarrollo de la economía privada.

Por un tiempo bastante largo no creo que debamos preocuparnos en nuestro país de que se agote la necesidad de satisfacer la demanda de casas, por cuanto se ha calculado que para la población existente, y para asegurar el ritmo de los próximos años harían falta 1.500 millones de pesos. Si suponemos que cada año entran 100, 150 ó 200 mil inmigrantes, para poner una cifra relativamente moderada en relación a las registradas antes de la primera guerra, esos hombres necesitarán habitaciones adicionales, lo cual hace suponer que no pecaremos precisamente por exceso; al contrario, temo que no podamos realizar el plan con la amplitud necesaria, porque el fomento de la construcción estimulará otras ramas de la economía y absorberá mano de obra; y creo que es tanto lo que tendremos que hacer en materia de desarrollo económico en un plan inteligentemente trazado, que no podrá hacerse todo a la vez, y que, a la larga, habrá que sacrificar una parte del plan de construcciones para realizar otras cosas. No temo entonces por ese lado, sino por el otro, que nuestras aspiraciones sean demasiado ambiciosas en relación a los medios disponibles. Por otra parte, no creo que para asegurar una demanda persistente, sea indispensable un estímulo persistente, pues es muy probable que, una vez iniciado el plan de edificación, el impulso propagado a otros sectores de la economía, mantenga ese crecimiento sin necesidad de que el Estado gaste continuamente; el Estado debe estar preparado para gastar cuando afloje la economía privada. La mera cifra de 1.500 millones aun en el supuesto de que pueda ser exagerada, permite desarrollar un plan por muchos años, sin contar con el incremento de la población y las mil obras públicas que siempre es necesario realizar en un país en crecimiento.

*Sr. Villaseñor:* —¿El problema de las construcciones se ha dejado íntegramente en la Argentina a la iniciativa privada?

*Dr. Prebisch:* —A la iniciativa privada y a la oficial, en esta forma: el Banco Hipotecario Nacional, que es una institución del Estado, hace préstamos hipotecarios para construcción de casas y, además, hay instituciones privadas que dan las mismas facilidades, y otras, como la del crédito recíproco. Por otra parte, el Estado construye, directamente, viviendas populares, pero en forma limitada; casi la mayor parte de lo que se ha hecho, es por la vía privada bajo el estímulo oficial.

*Sr. Villaseñor:* —¿Tienen ustedes el problema del hierro para construcción?

*Dr. Prebisch:* —Existe; pero felizmente durante la guerra ese problema fue casi totalmente resuelto en lo que se refiere a la vivienda pequeña o mediana, porque se ha hecho un empleo muy intenso de la madera nacional; como recordarán, al estudiar la política cíclica, señalé precisamente la posibilidad de acudir nuevamente a la sustitución del hierro por la madera nacional, en momentos de escasez de divisas. Normalmente, es tal la relación de precios, que de ordinario conviene más usar el hierro, pero en ciertas fases de restricción de cambios tal vez convendría explotar madera hasta como elemento de reactivación cíclica en el interior del país.

*Sr. Villaseñor:* —Se me ocurre pensar de momento, si no estaremos examinando un problema que quizá sea una solución permanente, porque cada época tiene una necesidad de casas relativa a esa época; si la cantidad de poder de compra del país crece, y también la población, entonces la necesidad de viviendas será permanente; porque, además de concluir casas nuevas, habrá que reparar las viejas, y eso sin considerar que las ventajas de la civilización hará que la gente cambie constantemente de una vivienda de tipo antiguo, a una vivienda de tipo moderno. No es difícil, pues, que estemos tocando una posible industria clave, que era lo que buscaba el Ingeniero Robles.

*Dr. Prebisch:* —Creo que en mi país será así; pues no hay sino tener en cuenta que hemos estado gastando anualmente en construcciones entre 600 y 900 millones de pesos. Esta cifra de 900 millones, como monto total del valor de las obras, ha tenido una influencia enorme en la economía del país en el año 42 porque mantuvo la demanda de todas las otras industrias. La industria de la cons-

trucción ofrece, además, la ventaja de que sus efectos son rápidos, muy rápidos, y no se necesita una gran acumulación de bienes de capital para producir viviendas; todo se puede improvisar en muy poco tiempo. Los bienes de capital necesarios para la construcción son relativamente pequeños en relación al valor de la construcción.

*Sr. Villaseñor:* —¿En la Argentina, el cemento se produce o se importa?

*Dr. Prebisch:* —El cemento es de producción interna. En general, en la construcción, antes de la guerra, se calculaba que entre un 20 ó 15 por ciento del material empleado era de origen extranjero; y con la guerra se ha llegado a eliminar casi por completo en la vivienda pequeña y en la mediana. En la vivienda grande, en casas de departamentos, edificios llamados de renta, se calcula entre un 5 y 10 por ciento; se ha hecho, pues, una gran economía.

*Sr. Gómez:* —¿Ustedes han llegado al período que la tierra cultivable está acondicionada para la producción? ¿Ya están hechas las obras de riego?

*Dr. Prebisch:* —Sí, las tierras para la producción en gran escala de cereales y carnes; pero en nuestro país se han hecho muy pocas obras de riego, puesto que solo se requieren en ciertas regiones del interior.

*Sr. Gómez:* —Lo pregunto porque me parece que ustedes ya llegaron al momento en que tienen que pensar en dar buen albergue a la población.

*Dr. Prebisch:* —Ah, sin duda alguna.

*Sr. Gómez:* —Nosotros al llegar a ese punto quizá necesitemos acondicionar la tierra; primero hacer estos gastos cíclicos, o de expansión, para acondicionar nuestras tierras y después seguir con la industria. Entre nosotros existe un campo vastísimo para aplicar la misma política de gastos cíclicos y de estímulo económico del país, dedicando el dinero que haya de ponerse en circulación a obras de producción antes de llegar a obras de consumo como es el de la vivienda. Nuestro pueblo está muy mal alimentado y sería bueno aumentar la producción de leche.

*Dr. Prebisch:* —Nosotros vamos a tener el mismo problema: el no usar el total de la energía sobrante del país en satisfacer necesidades de consumo como son las de vivienda, porque también tenemos posibilidades muy serias de desarrollar la producción. Por ejemplo, las mismas obras de riego en ciertas zonas del país, en donde son necesarias, por distintas razones económicas y sociales; la utilización de las caídas de agua para el desarrollo de la fuerza eléctrica, lo cual va a requerir muchos capitales; el desarrollo de los caminos y los transportes; y el de la incipiente aviación comercial, etc., etc. Así que cuando me refiero a la vivienda, no hago sino citar un ejemplo de la forma de actuar sobre la economía, más que como preferencia excluyente de otras formas de desarrollo de una política expansiva.

*Lic. Cosío:* —Me gusta que haya usted hecho esa aclaración, porque al citar el caso de una política de viviendas populares dentro de la explicación general de usted, no la tomé sino con ese valor, como el de un ejemplo que ilustra el principio, de que una política monetaria anticíclica puede elegir campos propicios de reactivación económica. Porque si fuera a darse al ejemplo el valor de un campo de inversión y de estímulo permanente, a mí, francamente, me parece una idea de cierta ingenuidad, entre otras cosas porque deberíamos estar seguros de que las industrias que nosotros eligiéramos como campo de reactivación permanente fueran industrias que tuviesen una facultad de imán, es decir, industrias cuyo desarrollo trajera como consecuencia inevitable el máximo desarrollo de otras industrias. Y es muy dudoso que la industria en construcción sea la que esté en mejores condiciones para eso. Por otro lado, no se podría pensar en una política demasiado insistente y permanente de viviendas populares, porque nos expondríamos a afinar la guitarra simplemente templando solo una de sus cuerdas, concluyendo por reventarla y quedar desafinada la guitarra.

*Dr. Prebisch:* —Completamente de acuerdo.

*Lic. Cosío:* —Es decir la vivienda es una cosa que corresponde a un nivel de vida, y no podríamos pensar en manera alguna el que creciese la vivienda sin que

otras cosas crecieran. Es decir, voy a poner el caso dramático de una gran vivienda en una población rural o urbana que no tenga dotación de aguas, que no tenga drenaje. Yo creo que el principio de uno o varios campos de reactivación económica permanente es muy importante y uno de los que debiera llamar más la atención a nuestro Departamento de Estudios Económicos. Por eso recojo con cierto calor estas ideas: cuáles podrían ser esos campos en que una acción económica y monetaria se pudiese emplear, con cierto favor, con cierta preferencia, partiendo del supuesto de que los recursos sean limitados.

*Dr. Prebisch:* —Si lo he citado como ejemplo, y como un ejemplo que me atrae mucho...

*Lic. Cosío:* —Yo sé que los argentinos tienen una cierta debilidad por la vivienda popular.

*Dr. Prebisch:* —Sí, porque tiene muchas ventajas; pero sin excluir otras cosas. En primer lugar, la industria de la construcción tiene una influencia muy grande en otras industrias; el desarrollo de la construcción trae consigo no solamente la producción de materiales para la construcción, que emplea mucha gente y el crecimiento de los transportes, sino el desarrollo de todas las industrias de consumo y, además, desde el punto de vista cíclico, y esto me parece de gran importancia para la política monetaria, tiene la ventaja de impulsarse o restringirse muy rápidamente. Por ejemplo, si se emprenden obras de electrificación, por razones obvias, no es posible, a medio camino, detenerlas por consideraciones de orden cíclico; hay que terminarlas necesariamente. En ese sentido la construcción tiene una elasticidad muy grande. Pero es evidente que en esto como en otros aspectos, se nos presenta un problema de orden económico: Hay una determinada cantidad de energías del país que no son necesarias para abastecer el consumo corriente, que pueden capitalizarse. ¿Cuál será la forma más productiva de capitalización? No he querido dar preferencia de ningún orden a la edificación; quizá por una cierta deformación circunstancial he suscitado la construcción, porque en 1941 cuando veíamos avengearse una gran depresión, acudimos a esta idea porque no había otra susceptible de ser improvisada; pero eso es todo.

*Sr. Gómez:* —Cada país debe escoger, de acuerdo con sus condiciones; en México todavía no estamos en el punto de pensar exclusivamente en construcción de viviendas, nos faltan otras muchas cosas por hacer.

*Dr. Prebisch:* —No hay que utilizar una parte muy grande de los recursos del país en el consumo presente, cuando hace falta estimular la producción para que el consumo del futuro sea mayor.

*Lic. Cosío:* —Probablemente se necesita, en primer lugar, tener una idea de los recursos del país y de las metas que se propone alcanzar. Y tocar distintos resortes. Yo diría que, por ejemplo, en México debiera abordarse una política de rehabilitación de los ferrocarriles, política que representaría una demanda de cierta permanencia para la industria siderúrgica, reposición de vías y construcción de vagones, etc.

*Sr. Gómez:* —Reposición de los durmientes.

*Lic. Cosío:* —Para nosotros y por tener una industria siderúrgica, llamémosla en marcha, tiene un interés muy grande esa posibilidad. En materia de industria siderúrgica, el programa de vivienda popular, si tenemos que pensar en un tipo de habitación, que corresponda a un progreso, ciertamente, de nuestro medio social, pero no a una cosa quimérica y fantástica, va a significar una demanda relativamente pobre para la industria siderúrgica, porque muy probablemente el tipo de la vivienda popular, o no consume hierro del todo, o lo consume en una proporción bastante pequeña. De manera que no podríamos pensar en ése como estímulo para una industria tan importante para nosotros.

*Ing. Robles:* —Quiero hacer una observación, en la que estoy de acuerdo con el Dr. Prebisch. La industria de la construcción tiene como característica demandar artículos de un gran número de industrias. Si se considera la industria siderúrgica

en particular, es justo lo que usted dice, y no se compara, por ejemplo con la ferrocarrilera.

*Sr. Villaseñor:* —Yo iba a decir nada más que esto: que la exposición del Lic. Cosío disminuyó el alcance de la industria de la construcción, tanto que hasta la teoría, un tanto romántica para nosotros, de la vivienda popular, ya reducida a estos límites escuetos, es mucho más vulnerable. Creo que, no estoy seguro, pero me parece que el doctor Prebisch se refirió a la construcción en general, no sólo a la vivienda popular. Es posible que ellos hayan empezado a usar la vivienda popular, pero en términos generales. En México hemos tenido una experiencia que quizá es un poco especial, que cuando la gente no invirtió dinero absolutamente en nada, no dejó nunca de invertir en la construcción; al grado de que para nosotros también sea un medio eficiente no solo en períodos de crisis, porque es una cosa permanente entre nosotros, es decir, que quizá para nosotros es hasta al revés, que en períodos de actividad muy grande tenemos que andar viendo cómo lo atajamos, porque se excede, sin que deje nunca de ser una actividad importante, y mientras más baja la actividad general, más importante resulta la construcción...

*Dr. Prebisch:* —Yo tengo la misma opinión que usted, señor Villaseñor, porque en nuestro país, justamente, en los períodos de prosperidad es cuando más se desarrollaba la construcción y excepto en estos últimos años excepcionales se ha desarrollado al calor de las emisiones de cédulas y de bonos hipotecarios. En la política cíclica, sería necesario, en la fase ascendente, comprimir precisamente esas emisiones, y tal vez recoger dinero del mercado con emisión de papel de absorción para facilitar estas emisiones en una fase ascendente y hacerla servir de elemento de compensación cíclica.

*Sr. Villaseñor:* —Tenía que comprímrsela especialmente para poderla utilizar en el descenso cíclico.

*Dr. Prebisch:* —En el descenso cíclico.

Parte  
Quinta

EL BANCO CENTRAL  
COMO  
AGENTE FINANCIERO  
DEL  
GOBIERNO NACIONAL

**EL BANCO  
COMO CONSEJERO  
Y EJECUTOR DE LAS  
OPERACIONES DEL TESORO**

- 56. ENFOQUES CONCEPTUALES
- 57. ESTADO DE COSAS ANTERIOR AL  
BANCO CENTRAL
- 58. MEDIDAS ADOPTADAS POR EL TESORO  
Y EL BANCO CENTRAL

## 56. ENFOQUES CONCEPTUALES

En las conversaciones anteriores hemos explicado las funciones monetarias del Banco Central de la República Argentina. Ahora diremos en qué consisten sus funciones como agente financiero del Tesoro Nacional. La más importante de ellas es la de consejero financiero del Tesoro y ejecutor de sus operaciones. Dejaré de lado todas las otras de carácter rutinario, como son los movimientos de fondos del Tesoro, en su doble aspecto de recaudaciones y pagos; las relacionadas con los servicios de la deuda pública interna y externa, y las de cambios del Gobierno Nacional, sobre las cuales creo que nada interesante haya que decir.

En su condición de consejero financiero, el Banco Central sigue de cerca el desarrollo del ejercicio financiero del Gobierno Nacional y hace cálculos periódicos acerca de su probable desarrollo a fin de determinar cuáles serán las necesidades de crédito a corto y a largo plazo que tendrá que satisfacer el Tesoro en el curso del ejercicio. Sobre la base de estos datos, prepara informes periódicos que presenta a la consideración del Ministerio de Hacienda, el cual los estudia y toma las decisiones pertinentes, dejando su ejecución al Banco Central. Esto, como ustedes comprenderán, requiere una estrecha relación y colaboración entre las dos instituciones, pero así como que el Banco Central esté informado prolijamente acerca de todos los hechos de importancia que vayan ocurriendo en el Tesoro.

Esta su intervención como agente financiero, tanto para aconsejarle como para ejecutar sus operaciones y realizar las emisiones

de valores en el mercado por cuenta del Gobierno, es típica de los bancos centrales; pero no solo por esta razón la ley y la práctica la han encomendado al Banco Central de la República Argentina, sino por otras de carácter especial. En primer lugar, se ha considerado que el Banco Central, por su conocimiento detallado de las condiciones bancarias y del mercado financiero, así como por el prestigio y la autoridad que tiene, tanto en los bancos como en la bolsa, está en situación inmejorable para asumir la responsabilidad ejecutiva de aquellas operaciones. En segundo, es evidente que las operaciones de emisión de valores tienen una repercusión monetaria; influyen sobre todo si son de gran magnitud en el mercado monetario y financiero que es el campo natural de acción de un banco central. Ha de recordarse, además, que el propio Banco es un emisor de sus papeles de absorción y que estas operaciones y las del Gobierno Nacional necesitan combinarse convenientemente para la mejor regulación y funcionamiento del mercado. En tercero, el hecho de que el Banco Central tenga estas funciones, le permite estar más cerca del Ministerio de Hacienda y aprovechar ese contacto y esa responsabilidad para ejercitar la acción paciente de ilustración y persuasión, a la cual nos hemos referido en conversaciones anteriores; y, al mismo tiempo, lo ponen en condiciones más propicias para conseguir una satisfactoria coordinación entre la política monetaria del Banco y la financiera del Gobierno, punto esencial de cuya importancia también hemos hablado en conversaciones anteriores.

La atribución de las funciones de agente financiero a un organismo especial independiente del Banco Central habría quitado unidad a la política monetaria y financiera. No es fácil, en verdad, establecer una coordinación adecuada cuando hay dos o más entidades actuando en el mismo terreno con facultades concurrentes. Tarde o temprano surgen las diferencias de puntos de vista o los conflictos de jurisdicción, sin que este estado de cosas pueda corregirse mediante la intervención directiva y coordinadora del Ministro de Hacienda. Por lo general, esa intervención no logra sus propósitos — así lo hemos visto en otros casos en la experiencia argentina — por cuanto la política que se ha trazado en un momento dado suele irse modificando según la mayor o menor in-

fluencia en el desarrollo del programa de una u otra de las entidades. En casos así se pierde la armonía y la continuidad indispensables para llevar a la práctica con eficacia una política determinada.

## 57. ESTADO DE COSAS ANTERIOR AL BANCO CENTRAL

Vamos a ver, previamente, cuál era el estado de cosas que en esta materia existía antes de la creación del Banco Central. En aquellos tiempos, en realidad, no había en la Argentina un mercado financiero; los papeles del Gobierno se colocaban en sectores muy restringidos: compañías de seguros, algunas entidades financieras, grandes empresas, pero sin llegar al público, que prefería depositar sus fondos en cajas de ahorro o dedicarlos a la compra de inmuebles. La gente no conocía el título; en cambio, existía un papel del Estado que había adquirido gran prestigio y difusión debido a una propaganda sistemática e inteligente: me refiero a la cédula hipotecaria, emitida por el Banco Hipotecario Nacional. El Gobierno Nacional realizaba sus operaciones de emisión colocando lotes aislados de papeles, ya sea en un banco o con un corredor, que luego los vendían gradualmente en el mercado, sin mayor organización. Esto cuando se acudía a las emisiones internas, puesto que, generalmente, y en épocas en que el mercado financiero exterior era propicio, se realizaban operaciones en el extranjero, no solo por falta de organización del mercado del país, sino por el hecho de que no había suficiente ahorro nacional para realizar las emisiones que el Gobierno requería. Además, el título nacional carecía totalmente de defensa en la bolsa y estaba, por lo tanto, expuesto a la acción perturbadora de todos los movimientos que afectan su valor. De tiempo en tiempo se observaban, además, fluctuaciones muy acentuadas del precio de los títulos, ya por una venta grande que no encontraba suficiente número de compradores, ya porque la demanda tomaba un impulso muy marcado. No había, además, una organización de regulación en la

bolsa que diese al mercado las características que en otros habían adquirido las operaciones de esta índole. Finalmente, en lo que concierne a los papeles a corto plazo del Tesoro, llamados letras de tesorería, la experiencia había sido sencillamente desastrosa: se comenzaron a emitir durante la primera guerra europea y, desde entonces, hasta la creación del Banco Central en 1935, se renovaron sistemáticamente en las carteras de los bancos; eran papeles del Gobierno completamente congelados, y como tales, sin prestigio como instrumentos del mercado financiero.

## 58. MEDIDAS ADOPTADAS POR EL TESORO Y EL BANCO CENTRAL

1º. *Organización del consorcio de valores.* — Este era el cuadro que existía cuando el Banco Central inició sus operaciones de agente financiero del Gobierno Nacional. Para afrontar el problema, adopta en el curso del tiempo una serie de medidas que pueden resumirse así: primero, organización de un consorcio para la colocación regular de los valores nacionales; segundo, difusión en el público de las condiciones y ventajas que ofrecen los valores nacionales; tercero, regulación y defensa permanente del mercado financiero por el Banco Central; cuarto, coordinación de todas las emisiones de valores públicos y privados en la bolsa, mediante la creación de una comisión de valores; y, quinto, la creación de distintos tipos de papel del Estado para satisfacer los diversos requerimientos o modalidades del público inversionista. Me propongo examinar brevemente cada uno de estos conceptos que acabo de enunciar, comenzando por el consorcio organizado para la colocación de los valores nacionales.

En justicia, debo decir que poco tiempo antes de la creación del Banco Central ya se había iniciado con éxito la práctica de los consorcios financieros. Una casa financiera de importancia reunió a los principales bancos del país y a un grupo de corredores para realizar, a partir de 1933, operaciones de emisión de títulos del Gobierno Nacional. Este consorcio, de índole netamen-

te privada, tomaba en firme al Gobierno el total de la emisión y luego, por cuenta y riesgo de los asociados, la colocaba en el público mediante un lanzamiento que se hacía en una fecha determinada. El Gobierno no corría riesgo alguno en la colocación de los títulos, que le eran pagados inmediatamente por el consorcio. Cobraba por estas operaciones al Gobierno una comisión global de 3 % que comprendía su garantía y, al mismo tiempo, la tarea de colocación de los títulos en el público. Cuando el Banco Central, pasados sus primeros tiempos de organización, se propuso tomar para sí las funciones que la Ley y el Decreto Reglamentario le habían confiado, se encontró con la activa resistencia, con el interés creado de este consorcio, y costó algún esfuerzo conseguir estas operaciones. En contra de ello se presentaron distintos argumentos: que el Banco Central no tenía experiencia alguna en esta materia, mientras que el consorcio ya la había recogido en los dos años anteriores; que era necesario dejar trabajar libremente a la banca privada y no absorber sus operaciones con la intromisión excesiva del Banco Central.

Estos argumentos no prevalecieron felizmente. El Banco Central, si bien no tenía experiencia, estaba en aptitud de formarla hasta llegar a igualar, primero, y superar luego, la del consorcio privado. En cuanto a la participación de los bancos, se proyectaba darla bajo la dirección y coordinación del Banco Central, que de ningún modo competiría con ellos en la colocación de los títulos, porque no había por qué hacerlo. Además, el Banco Central señaló las ventajas que para el Tesoro Nacional representaba tener un organismo completamente imparcial para la colocación de sus valores, que no estaba movido por ningún interés privado y que, por tal razón, ponía al Tesoro completamente a cubierto de las influencias dominantes que en otros países han llegado a tener los grupos financieros y bancarios por su intervención en los empréstitos. Todas estas razones prevalecieron y se le confían al Banco Central, a partir de 1937, las operaciones de colocación de títulos mediante un consorcio que él mismo constituyó, utilizando a los principales bancos, casas financieras y corredores de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, cuya acción se había limitado antes en forma arbitraria. La idea del Banco Central al organizar

el consorcio y darle esa amplitud, fue asegurar el máximo de competencia entre todas las actividades y corredores que pudieran intervenir con eficacia en la colocación de los títulos, precisamente para evitar esa acción perturbadora de grupos a que me he referido hace un momento.

Explicaré ahora, a grandes rasgos, cómo ha funcionado el consorcio de colocación de valores. Ante todo, diré que el Banco Central ha logrado formar en su seno una organización que le permite seguir paso a paso todas las operaciones importantes que se hacen en el mercado financiero, conocer cuál es el estado de ese mercado, el momento psicológico en que se encuentra, sus condiciones de absorción, de tal modo que está en aptitud de saber cuál es el momento propicio para lanzar las operaciones de colocación requeridas por el Tesoro Nacional, de acuerdo con el plan previamente presentado a la aprobación del Ministerio de Hacienda. En esta forma, cuando el Banco Central, después de haber observado las condiciones de la plaza, cree que ha llegado el momento de lanzar una emisión, se dirige confidencialmente al Ministerio de Hacienda sugiriéndole hacer esta operación, y si éste da su visto bueno, el Banco reúne en seguida a la junta consultiva del consorcio.

Esta junta consultiva, formada por representantes de los principales bancos y entidades financieras y de los corredores agrupados en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, ha resultado sumamente eficaz. El Banco Central la consulta invariablemente en todas las operaciones de emisión y conversión, grandes o pequeñas. El Banco, si bien ya tiene elaborado un plan al presentarse a la junta consultiva, no lo da a conocer sino que se limita a hacer una serie de preguntas sobre los distintos puntos que interesan en toda emisión. En primer lugar interroga si la junta consultiva cree que el momento es oportuno para lanzar una emisión; en segundo, el monto que podría tener la emisión, dadas las condiciones del mercado; en tercero, los precios a que podrían colocarse los títulos y la clase y plazo de ellos, y así todos los otros pormenores de la operación. Los miembros de la junta, por fortuna, se han acostumbrado a dar sus opiniones con la más absoluta franqueza y libertad. Después de escuchar y pesar cui-

dadosamente todas estas opiniones, el Banco revisa su propio plan, introduce las modificaciones pertinentes y presenta inmediatamente al Ministerio de Hacienda el plan definitivo, tanto en lo que concierne a los puntos fundamentales, como a todos los detalles de la operación. Si los aprueba, se fija una fecha determinada para lanzar el empréstito en la forma en que veremos.

El consorcio se ocupa exclusivamente de la colocación de los títulos, sin garantizar la operación. Hasta ahora no se ha considerado conveniente que haga lo que en los mercados extranjeros se llama la operación de *underwriting* o de garantía. No se justifica, además, pues la experiencia demuestra que los bancos y entidades que toman los títulos en garantía los venden al poco tiempo, lo cual significa pagar una comisión adicional por colocaciones a corto plazo, que el Tesoro puede hacer directamente en el mercado, o usar del crédito en el Banco Central si las circunstancias no son propicias para el lanzamiento de un gran empréstito.

Tanto los bancos como las casas financieras y corredores pueden suscribir títulos, ya sea por cuenta del público o para su propia cartera. Por estas suscripciones reciben una comisión que primeramente se fijó en 1 %, a fin de estimular el interés de los miembros del consorcio para la colocación de los títulos, y últimamente se redujo a 1/2 % en virtud de que la organización del mercado y el conocimiento que el público había adquirido de los títulos admitían esta reducción. El Gobierno, por intermedio del Banco Central, contrae con el consorcio el compromiso de realizar a través de él todas sus colocaciones de títulos en la plaza, salvo las operaciones de regulación a las que me voy a referir en seguida. Este compromiso, así como otras características de estas operaciones, se incorporan en un convenio anual celebrado entre el Banco Central en su carácter de agente financiero del Gobierno y los miembros del consorcio. Se comprende perfectamente que se conceda al consorcio la exclusividad de la colocación de los títulos ya que en esta forma se ha logrado estimular a los bancos para que persuadan a su clientela de las ventajas de colocar sus ahorros en títulos nacionales, trabajo que toma tiempo, que es de largo alcance y que no se realizaría si supieran los miembros del consorcio que en cualquier momento el Banco Central puede actuar

directamente como colocador de títulos, desplazándolos del mercado. No habría razón alguna para hacerlo, puesto que la experiencia ha demostrado que la intervención de los bancos, casas financieras y corredores, es sumamente eficaz, además de que la comisión por su intervención es bastante reducida.

Una vez que el consorcio coloca el empréstito entre el público, se inicia el período de absorción, o sea un tiempo razonable durante el cual los miembros del consorcio se comprometen a no lanzar al mercado los títulos que han comprado para su cartera a precios inferiores a los de emisión; también adquieren ese compromiso, aunque en forma distinta, con respecto a los títulos que han colocado entre su clientela. Me explicaré con más claridad: supongamos que un empréstito se coloca al precio de 92 y que inmediatamente después de iniciada su cotización en la Bolsa, un corredor o un banco venden en el mercado títulos a un precio inferior. De acuerdo con el convenio, esas operaciones no pueden hacerse en un plazo que varía de un mes y medio a tres meses, y que con frecuencia se reduce cuando la plaza absorbe fácilmente el empréstito. El Banco Central tiene una información precisa de todas las operaciones que se van realizando, de manera que cuando se hace una de esa naturaleza, compra a costa de ellos los títulos en el mismo mercado y se los devuelve al corredor o al banco que ha realizado la colocación, ya que el objeto del consorcio es colocar los títulos en manos firmes; por tanto, si durante ese período de absorción salen títulos a precios más bajos de los de colocación, ello quiere decir que no han sido bien colocados y que no se justifica el pago de una comisión. En los primeros tiempos experimentales, esta práctica nos dio algún trabajo; fue necesario ir educando gradualmente a los bancos y a los corredores y enseñarles a cumplir en forma leal y correcta sus obligaciones de colocadores, sin aprovecharse de las ventajas que podrían obtener mediante prácticas no muy recomendables y que, con el andar del tiempo, se han ido extirpando poco a poco en el mercado.

De acuerdo con el convenio que rige las operaciones del consorcio, el Banco Central puede retener hasta un 10 % del monto de cada emisión en sus manos sin entregarlo a la suscripción pública, a fin de disponer de una masa de maniobra que le permita

regular los precios de los títulos en la Bolsa, una vez que el empréstito ha comenzado a cotizarse. De manera que si el Banco Central nota que sus precios, llevados por el entusiasmo del momento, tienden a subir exageradamente, puede utilizar ese 10 % para influir sobre la plaza, aparte de que tiene, lo mismo que el Tesoro, un buen volumen de valores que permite actuar en forma muy eficaz en la Bolsa para regular los precios.

Cuando las suscripciones resultan, como suele suceder, superiores a lo ofrecido, se procede al prorrateo entre los distintos suscriptores, dejando a salvo a los pequeños, a los cuales generalmente se les da el total de sus suscripciones para no quitarles el estímulo para nuevas operaciones.

Por lo general, el Banco, al ofrecer públicamente un empréstito, por razones elementales de prudencia, no anuncia el total que quiere colocar, sino una fracción. Si se trata de colocar 200 millones, sólo ofrece 100, con opción a colocar otros 100; de manera, pues, que si la suscripción ha sido débil, el Banco Central se limita a colocar los 100 millones, y si ha sido amplia, duplica la cantidad para satisfacer la mayor demanda del público.

En los primeros tiempos, observamos que con frecuencia había suscripciones abultadas, en virtud de que los bancos ofrecían facilidades a los corredores y suscriptores para canjear los nuevos títulos por otros que tenían ya en su cartera; muchas veces el abultamiento de suscripciones tenía resultados desfavorables, porque los títulos tomados con carácter transitorio con ayuda del crédito se lanzaban después a la plaza en forma inmoderada y el Banco Central tenía que comprarlos. A causa de esa experiencia, se insertó en el convenio una cláusula tendiente a conseguir que los bancos procedieran moderadamente al admitirlos como garantía colateral y que en momentos en que se está por realizar una operación, traten de mantener el monto de estas operaciones dentro de las cifras regulares, a fin de que las suscripciones sean reales y no ficticias. En esto, como en otras cosas, es imposible fijar reglas escritas: la experiencia del mercado va creando las modalidades más eficaces bajo la dirección del Banco Central, que continuamente observa el desarrollo de las operaciones y llama la atención a los bancos o corredores acerca de su forma de operar.

2º. *Difusión pública de las ventajas de los títulos.* — Expuesto así, en forma muy general, el funcionamiento del consorcio, diré algunas palabras acerca de la tarea de difusión que emprendió el Banco Central para hacer del conocimiento público las condiciones y ventajas de los títulos nacionales. Con este propósito, el Banco Central organizó un vasto plan de publicidad, en ocasión de cada uno de los empréstitos, por medio de los diarios, de la radiotelefonía, del cinematógrafo, y de anuncios murales en las calles, estaciones, tranvías, lugares públicos, etc. Esa publicidad ha tenido un costo importante, pero como se ha referido a operaciones de gran magnitud, apenas ha constituido una fracción muy pequeña del porcentaje de gastos de cada una. La publicidad fue sumamente eficaz pues pudimos observar que con ella el título iba entrando poco a poco en sectores de la población en que antes no se conocía. Trató de apelar al inversionista mediano o pequeño, que tenía cierto recelo hacia el título, pues consideraba que éste concernía exclusivamente a las grandes operaciones financieras y no era accesible a las personas de recursos moderados. Se explicó, pues, qué era el título, la sencillez con que podía comprarse a través de un banco o de un corredor, cómo podía venderse en cualquier momento en la bolsa mediante el pago de una pequeña comisión. En ningún caso se dijo que el título era la mejor inversión, sino que se explicó en qué consistía ésta, se destacaron sus características con respecto a otras inversiones y se hizo ver que si el rendimiento era menor, también lo era el riesgo y absoluta la seguridad en el cobro de una renta, estable y no sujeta a variaciones. Además, el Banco Central preparó prospectos explicativos y circulares para que los bancos y corredores pudieran enviar a toda su clientela las informaciones necesarias.

## REGULACION DEL MERCADO

### 59. INSTRUMENTOS DE LA REGULACION

#### 60. LA TECNICA DE LA EMISION DE TITULOS

## 59. INSTRUMENTOS DE LA REGULACION

1º. *Presencia del Banco Central en el mercado.* — Vamos a ver ahora el otro punto mencionado, o sea la regulación del mercado. El Banco Central está continuamente en el mercado de títulos; tiene teléfonos directos con la Bolsa y, a medida que se desarrollan las operaciones, recibe una continua información sobre todo lo que ocurre no solo a los títulos nacionales, sino a los otros valores. En esa forma se encuentra en condiciones para dar sus órdenes de compra o de venta, a medida que las operaciones se realizan.

Estas operaciones de intervención del Banco Central, son de tres clases: operaciones que podríamos llamar ordinarias de regulación; las de emergencia, y las que se proponen influir en el curso de los precios. Las ordinarias son de varios tipos; por ejemplo, cuando se anuncia un nuevo empréstito, el público, los bancos, corredores y casas financieras, que se desprenden de títulos de su cartera para tomar los nuevos y beneficiarse con la pequeña diferencia de precios, o con la comisión que corresponde a la nueva emisión si se trata de los miembros del consorcio. El Banco Central, para evitar una baja de los precios, ha tenido que intervenir frecuentemente comprando esos valores, sin perjuicio de educar, como dije antes, a los bancos y corredores, haciéndoles ver la inconveniencia de realizar estas operaciones en vísperas de un empréstito. Después de lanzar un empréstito, también hemos observado que, aparte de las operaciones de venta de títulos nuevos que están penadas, como acabo de decir hace un momento, algu-

nos suscriptores venden títulos de otra naturaleza para poder realizar el pago de los títulos nuevos. El Banco Central ha tenido también que intervenir a veces para evitar que la baja de los otros títulos influya en las cotizaciones del nuevo empréstito. Estas operaciones son muy simples y no presentan dificultad alguna, puesto que los que compra el Banco Central pueden venderse al cabo de muy pocos días. También interviene en operaciones ordinarias de regulación, cuando en un momento dado aparece en la plaza un lote muy grande de títulos que amenaza con bajar bruscamente las cotizaciones. En caso de no haber compradores en la plaza, el Banco destaca a sus propios corredores para adquirir esos títulos; del mismo modo, si en un momento dado, por cualquiera razón, hay una demanda muy intensa de un título nacional, siempre está dispuesto a satisfacerla para evitar alzas bruscas, mediante los corredores que operan por su cuenta. El propósito que persigue en estas operaciones de regulación ordinaria no es contrariar la tendencia natural de los precios, sino el de suavizar el movimiento, de evitar que haya fluctuaciones violentas y de procurar que siempre haya compradores y vendedores en todas las operaciones; cuando no los hay, el mismo Banco Central se constituye en comprador o vendedor.<sup>1\*</sup>

Esto en lo que concierne a las operaciones ordinarias, que son numéricamente de escasa importancia. No así las operaciones de emergencia, en las que el Banco Central suele comprar grandes cantidades de títulos. Casos típicos de ésta los tuvimos cuando aquella fuga de fondos flotantes de la segunda mitad del año 1937, en que hubo grandes liquidaciones de títulos en la Bolsa que lo obligaron a intervenir, no para sostener los precios en el nivel existente, sino para graduar el descenso y evitar serias conmociones psicológicas. Algunos meses más tarde, cuando el mercado libre desplazó rápidamente los tipos del dólar, también hubo una repercusión psicológica en la Bolsa que se manifestó en grandes liquidaciones de valores que el Banco Central absorbió rebajando gradualmente los precios. Más tarde, cuando estalló la guerra europea, las ventas de valores en la Bolsa fueron de gran importancia. El Banco Central dejó caer los títulos algunos puntos y se mantuvo luego en uno fijo, manifestando que estaba dispuesto

a comprar cualquier cantidad. Las compró y grandes, hasta que la Bolsa adquirió la seguridad de que había un comprador dispuesto a afrontar todas las liquidaciones. La tranquilidad volvió poco a poco. Un fenómeno similar lo tuvimos cuando la caída de Francia, y después cuando Estados Unidos entró a la guerra, que coincidió con la gran operación de conversión de 4 mil millones de valores y que obligó a adquirir grandes cantidades de éstos. En todos los casos así, el Banco Central procuró que durante el tiempo necesario para ir liquidando los valores adquiridos no hubiese nuevas emisiones, a fin de poder realizar paulatinamente y sin perturbaciones la negociación de los títulos adquiridos. En este caso, como en el anterior, el Banco Central no pretendía alterar la tendencia general de los precios, sino evitar los cambios bruscos que las conmociones psicológicas causan en el mercado financiero, y que no responden, en realidad, a alteraciones profundas de la oferta y la demanda sino a movimientos de carácter circunstancial. Por lo menos así lo ha demostrado la experiencia, pues pasada la perturbación, el Banco Central ha podido vender los títulos al nivel que la oferta y la demanda establecía. Estas ventas, por lo general, las hace con ganancia, ya que sus compras las hace durante la baja y espera que la plaza se tonifique para empezar a vender los valores comprados.

Finalmente, la tercera categoría de operaciones de regulación es de carácter algo distinto. El Banco, contrariamente a lo que ocurre en las anteriores, trata de influir sobre los precios del mercado; para explicarles mejor, recurriré a dos ejemplos típicos: uno se refiere a lo ocurrido a fines de 1936 y principios de 1937, o sea a la época de mayor impulso de la fase ascendente del ciclo que consideramos en otras conversaciones. El Banco Central, después de haber colocado directamente en la Bolsa una cantidad de títulos del Gobierno (en esa época todavía no existía el consorcio), observó una tendencia muy fuerte de alza en el valor de los títulos nacionales, tanto de los nuevos como de los que ya estaban en el mercado, y pudo cerciorarse de que en esa tendencia había un elemento especulativo muy poderoso, provocado por la actitud de corredores que por haber comprado activamente títulos en las colocaciones anteriores, trataban de inducir a su clientela a com-

parlos a precios en alza, difundiendo noticias optimistas y haciendo ver que tenían todavía buenas probabilidades de subir. El Banco Central, que tenía la conciencia clara de que nos encontrábamos en una fase cíclica de duración limitada, en la cual actuaban intensamente en la Bolsa los fondos extranjeros a corto plazo, decidió frenar ese movimiento de alza que le parecía inmoderado y que no correspondía a la realidad del mercado. Para ello empezó a vender títulos en la Bolsa. Las ventas las hizo al contado, pero cuando la Bolsa se dio cuenta de que el Banco Central estaba dispuesto a vender toda la cantidad de títulos requerida, empezó a hacer operaciones a plazo en alza. El Banco Central, a su vez, siguió esa tendencia, vendió activamente a plazo, logrando detener también el alza de las cotizaciones a plazo. Esto duró algunas semanas, después de lo cual el movimiento alcista se detuvo al convencerse de que no podía vencer al Banco Central, que dispone de mucha fuerza en el mercado y de grandes cantidades de títulos que podía vender. Al sobrevenir la reacción, el Banco compró a precios más bajos gran parte de los títulos que antes había vendido, al contado y a plazos, a precios elevados. Como era su primera experiencia de esta índole, se empeñó en dar al mercado la sensación de que ya no se lo podía manejar en forma arbitraria, y de que había una entidad consciente de su responsabilidad ante el tesoro y ante el inversor de títulos, que trataba de dar al mercado la mayor regularidad posible.

Esa fue la primera experiencia. La otra ha sido reciente y del mismo tipo. Se produjo después de 1941. Entonces se hizo una gran operación de conversión y el Banco Central, no obstante que se daba cuenta de la fuerte tendencia al alza de los títulos, recomendó al Gobierno colocarse en un punto moderado, en la conversión de los títulos, y entregar los nuevos valores, convertidos por los anteriores, a un precio razonable. Efectuada la operación de conversión de valores del Gobierno Nacional, quedó todavía una gran cantidad de títulos provinciales y municipales por convertir bajo el auspicio del Gobierno Nacional. Para facilitar la conversión, el Banco Central permitió que los títulos nacionales subiesen un poco, lo cual estimuló la tendencia alcista del mercado y la especulación de los corredores y bancos al hacerles

creer que el alza iba a continuar. Tanto es así, que algún tiempo después de la conversión nacional se hizo otra operación importante de conversión de la deuda de la Municipalidad de la Capital Federal, también dirigida por el Banco Central. Los nuevos títulos, cuando salieron al mercado, encontraron un ambiente muy favorable, formado en gran parte por los corredores y grupos que habían tenido posiciones en estos papeles, y que trataban de llevar sus precios muy arriba. El Banco Central, que tenía en su poder una gran masa de esos títulos recibida por el Gobierno Nacional en pago de deuda de la Municipalidad, los empezó a vender activamente para moderar la tendencia alcista. Como ésta, no obstante las ventas, seguía operando en forma muy activa, el Banco Central decidió, por primera vez, vender, por intermedio de corredores grandes cantidades de títulos nacionales en la Bolsa, haciéndolos bajar en cerca de 3 puntos, a fin de obrar indirectamente sobre los nuevos títulos municipales, detener su crecimiento y colocar los títulos nacionales en un nivel que el Banco consideraba más prudente. Tuvo éxito esta operación, y se estableció en el mercado un nuevo nivel que el Banco Central mantuvo vendiendo continuamente los títulos que la plaza requería. Esta actitud de evitar la valorización de los títulos, fue severamente criticada por ciertos sectores de los bancos y de la Bolsa; no obstante la cual, el Banco, de común acuerdo con el Ministerio de Hacienda, se mantuvo en esa posición contraria a ulteriores valorizaciones. ¿Qué razones había para ello? En primer lugar, porque el Banco Central no solamente veía el problema inmediato, como lo veían los bancos y corredores, sino que tenía en cuenta las enormes cantidades que el Tesoro Nacional necesitaba vender tanto para atender las obras públicas, como para cubrir el déficit del presupuesto; cantidades que no siempre tenían presente los operadores del mercado. Por otro lado, el Banco Central consideró que aun cuando estas necesidades pudieran satisfacerse completamente por colocaciones directas de títulos en el público, tampoco se dejarían de vender títulos, porque entonces habría llegado el momento de que el Banco Central comenzara a operar con sus propios papeles y a absorber los fondos redundantes de la plaza. Se consideraba pues que habiendo en el mercado un vendedor de títulos —el Banco

Central— con existencias suficientes para dar todo lo que la plaza pudiera requerir, no se justificaba elevar el precio de los papeles a un nivel exagerado, con la consiguiente baja del tipo de interés, baja que, en opinión del Banco Central, había llegado a límites extremos teniendo en cuenta la posibilidad de una reacción al terminar la guerra. ¿Por qué? Porque cuanto más suban los títulos, en momentos de abundancia de fondos, debido, en gran parte, a causas artificiales, tanto más violenta será la caída y la necesidad de intervenir para moderarlas. Por esas razones el Banco siguió en el mercado una política prudente de detención del alza de cotizaciones; sin esperar la terminación de la guerra, se pudo comprobar que esa política era acertada, puesto que cuando se produjeron los acontecimientos políticos que ustedes conocen, la demanda del mercado se restringió considerablemente, y ese impulso, que tan activo había sido anteriormente, se detuvo en forma súbita. El Banco Central tuvo que intervenir comprando títulos, lo cual hizo comprender a todos los que habían criticado sistemáticamente su política, que un alza inmoderada está siempre expuesta a reacciones de esta naturaleza, —reacciones que podrían ser muy serias al terminar la guerra— y una parte de los fondos nacionales o exteriores invertidos en títulos se dediquen a otras colocaciones. No es de carácter permanente esta acción del Banco Central en el mercado para influir sobre el curso de los precios, sino que se ejercita solamente en condiciones excepcionales como las dos que acabo de mencionar.

Hay una cuestión que ha preocupado al Banco Central. Estas operaciones de intervención, en las que compra grandes cantidades de títulos en momentos de emergencia, las ha podido realizar porque el Tesoro Nacional disponía de amplios recursos para hacerlo. Pero podría ocurrir que el Tesoro no se encuentre en esas condiciones, que no tenga fondos suficientes. En un caso así el Banco Central tropezaría con ciertas dificultades por cuanto la ley no lo autoriza a comprar títulos sino en la medida en que lo permitan los recursos provenientes de su capital y de sus reservas. Por esta razón, el Poder Ejecutivo, por recomendación del Banco Central, mandó al Congreso un proyecto, aún no aprobado por

éste, por el cual se le faculta para comprar títulos en la Bolsa en operaciones de regulación dentro de ciertos tipos.

2º. *La Comisión de Valores.* — Me faltan todavía dos puntos que voy a tratar de desarrollar lo más rápidamente posible. Uno de ellos se refiere a la coordinación de emisiones. En 1937, después de colocado el primer empréstito que hizo el Banco Central, destinado a la repatriación de la deuda en dólares, el éxito de esta operación atrajo una gran cantidad de emisores de títulos; la Municipalidad de Buenos Aires salió también con un empréstito de repatriación; una empresa privada hizo otro de importancia; muchas provincias y municipalidades principiaron a vender sus valores y, en un momento dado, la Bolsa se encontró en un estado de saturación que produjo una caída bastante fuerte de los precios. Se vio entonces que el desorden en la colocación de valores constituía un factor de inestabilidad que no solo perjudicaba a los que así se conducían, sino también a los emisores ordenados y cuidadosos del mercado, como era el caso del Gobierno Nacional. Como no había ley alguna que permitiese intervenir, el Banco Central decidió proponer a la Bolsa y a los bancos la constitución de una comisión de valores que no tendría, por supuesto, ninguna facultad imperativa, sino que ejercitaría sus funciones por simples recomendaciones a los bancos y a la Bolsa.

La Comisión comenzó a trabajar en esta forma: solicitó a la Bolsa de Comercio que no inscribiera ningún título en su registro para cotizarlo y venderlo en ella en caso de no considerarlo conveniente, en vista de las circunstancias, sin la recomendación favorable de la Comisión de Valores. De manera, pues, que todos los emisores iban a ésta a presentar sus proposiciones. La Comisión, por ejemplo, recomendaba una disminución de la emisión o simplemente la dejaba para mejor oportunidad; pero siempre en forma de recomendaciones sin ninguna fuerza ejecutiva. Ellas no solo se hacían a la Bolsa, sino también a los bancos y corredores, pidiéndoles no operar en ningún título que no tuviese recomendación favorable.

En los primeros tiempos la Comisión de Valores recomendó el aplazamiento de todas las nuevas emisiones con objeto de dar tiempo a la absorción de todos los títulos que habían provocado la

saturación; logrado esto, comenzó a dar, poco a poco, recomendaciones favorables hasta que el mercado pudo restablecerse por completo.

No obstante que la plaza, a pesar de los primeros recelos, se convenció de la necesidad y eficacia de la Comisión de Valores, ésta comenzó, con el andar del tiempo, a ser objeto de duras críticas, no ya de los operadores, de los bancos y corredores, sino de las provincias y municipalidades, especialmente de las provincias de importancia que consideraban abusiva la intervención del Banco Central al recomendar o no las emisiones que las provincias querían hacer. Las críticas llegaron a ser tan agudas y frecuentes, que el Banco Central llegó a decir en sus Memorias que había creado la Comisión de Valores a falta de otro sistema mejor, que la existencia de una legislación que resolviera satisfactoriamente este punto sería celebrada por el Banco Central; pero que a falta de ella estaba dispuesto a seguir con este procedimiento hasta no encontrar una fórmula más feliz. Al mismo tiempo, el Banco Central se manifestó partidario de una reforma del sistema, según la cual la Comisión de Valores ya no sería la que determinara las cifras globales de lo que emitiría la Nación, las provincias y las municipalidades, sino que ellas debían ser el resultado de un acuerdo tomado en reuniones periódicas, convocadas por el Ministro de Hacienda de la Nación, por todos los Ministros de Hacienda provinciales y Secretarios de Hacienda municipales. La Comisión de Valores daría su opinión, especialmente el Banco Central como miembro de ella, acerca de la capacidad de absorción del mercado, y en seguida el Gobierno de la Nación y los gobiernos provinciales y municipales se pondrían de acuerdo sobre la mejor forma de distribuir esos valores. La Comisión de Valores ya no interveniría, por lo tanto, en forma directa, sino para aconsejar la oportunidad en que debían hacerse esas emisiones. Así, por ejemplo, en el supuesto de que una provincia hubiera recibido una cantidad a negociarse, antes de hacerlo se presentaría a la Comisión de Valores, la cual determinaría la oportunidad más propicia para colocar los títulos, ya que esa venta podría coincidir con una situación débil del mercado o con la preparación de una operación de empréstito del Gobierno Nacional. La coincidencia podría per-

judicar las dos emisiones. En esta forma la tarea de la Comisión de Valores tendría un carácter mucho más técnico y se evitarían todas las críticas que injustamente, aunque en forma muy comprensible, se le enderezaban.

También se ocupó la Comisión de Valores de aconsejar a la Bolsa la inscripción de los valores privados. En esta materia se procedió con el máximo de liberalidad, puesto que fue propósito declarado del Banco Central estimular en todas las formas posibles la negociación de acciones y obligaciones industriales en la Bolsa. De manera, pues, que el Banco, sobre todo tratándose de cantidades individuales relativamente pequeñas, no puso en la Comisión de Valores ningún obstáculo; al contrario, ensayó favorecerlas. Se consiguió, eso sí, establecer la práctica de presentar al público en cada emisión un prospecto claro y completo que le permitiera juzgar de la índole de la operación.<sup>2\*</sup>

3º. *Diversificación de papeles.* — El Banco Central procuró, desde los primeros momentos, que el Tesoro Nacional diversificara sus papeles para responder a las distintas modalidades del público inversor. Hasta ese momento solo había en el mercado títulos a largo plazo, de más de treinta años; puesto que las Letras de Tesorería, o sea los papeles a corto plazo, no habían salido al mercado por la razón que expliqué al comienzo de esta conversación. Se trataba de papeles congelados, de renovación difícil y penosa, que era necesario cambiar en mucho antes de empezar a operar con ellos en el público. Por eso, cuando se establece el Banco Central, se hace esa gran liquidación de Letras de Tesorería congeladas, según vimos en las primeras conversaciones, el Tesoro procura atenderlas regularmente sin tratar de colocarlas en el público inmediatamente, sino de formar primero un ambiente entre los bancos, organizando licitaciones quincenales, a las cuales concurrían solo los bancos de la plaza.

Cuando pasaron algunos años y el público pudo darse cuenta, lo mismo que los bancos, de que esos papeles no se renovaban ya como antes, sino que se pagaban puntualmente a sus vencimientos, ya sea con fondos del Tesoro provenientes de sus rentas o de la emisión de empréstitos, o de la colocación de nuevas letras, el mercado se fue preparando para recibir ese papel sin el recelo

que antes provocaba. Pasado ese tiempo preparatorio, el Banco Central, de acuerdo con el Tesoro, decidió ampliar las licitaciones y dar intervención en ellas a todo el público por intermedio de bancos o corredores. Con ese objeto se les pidió su cooperación para explicar al público el carácter del papel, su gran liquidez, la posibilidad de negociarlo en el mercado en cualquier momento sin dificultad alguna; tarea de persuasión en la que tuvimos la colaboración de los corredores, pero no siempre la de los bancos, porque en los primeros momentos se opusieron a que las licitaciones se extendieran al público, por haberse acostumbrado a tener la exclusividad de este papel y temer que el público retirara depósitos para ir a suscribir las letras. Se les explicó que, en realidad, esos depósitos se retirarían transitoriamente, puesto que al gastar el Gobierno los fondos, volverían al circuito monetario. No obstante esa resistencia, se lanzaron las letras al público y, poco a poco, la oposición se desvaneció.

Hoy día los bancos son colaboradores eficaces en la colocación de letras entre el público. Para facilitar esas operaciones, se eximió a las letras de los impuestos de sellos, del que grava los réditos, si bien el contribuyente tiene que incluir su renta en las declaraciones anuales. Se obtuvo de la Bolsa, asimismo, la cotización de las letras y la anotación en las pizarras de las operaciones que se realizaban. El Banco Central, para estimular el mercado, se puso a operar en compras y ventas por medio de corredores, para ir dando un volumen de importancia a estas transacciones y ofreciendo a los suscriptores la seguridad de que, en cualquier momento, habría comprador o vendedor del papel en la Bolsa; es decir, se procedió en forma análoga a la que se había seguido en materia de títulos del Gobierno Nacional.

El mecanismo de las licitaciones es muy sencillo: el Banco Central ofrece una determinada cantidad de letras, y cada corredor o banco presenta sus propuestas por cuenta de sus comitentes, a quienes no se pide dar sus nombres, porque son operaciones al portador; se hace el cómputo de todas las suscripciones y se adjudican al mejor postor. El Banco Central, como agente del Gobierno, se reserva el derecho de anular en cualquier momento la licitación, derecho que nunca ha usado, pero que lo ha establecido para el caso

de que hubiese alguna combinación, como dijimos al tratar de las licitaciones de cambios. Por otro lado, el mismo Banco Central es un elemento activo en las licitaciones, porque con frecuencia cuando la demanda flaquea, toma letras para su propia cartera, o las vende por intermedio de corredores, cuando la demanda ha sido excesiva y no ha quedado satisfecha por completo. Muchas veces también algunas agencias del Gobierno son adquirentes de letras de Tesorería para colmar los claros que puedan producirse en una licitación y evitar así la fluctuación brusca de las tasas de interés en un mercado muy sensible, como es el de las operaciones a corto plazo.

Emitidas las letras en el público, se contaba ya, pues, con títulos a largo plazo, por un lado, y títulos a muy corto plazo, por otro. Pero era necesario crear categorías intermedias: con ese objeto, primero se lanzó un valor a 10 años, que se colocó con gran éxito en el mercado y, algún tiempo después, otro valor en series de uno a cinco años; la primera emisión fue de 250 millones de pesos, y se realizó en 1941. Haré un relato de la forma en que los bancos recibieron esta operación. Cuando el Central convocó al consorcio para plantearla, notamos que los bancos querían un tipo de interés que considerábamos desproporcionado al interés que correspondía a este papel; ante esa resistencia y recelo de los bancos, el Central, que nunca ha querido forzar, sino persuadir, recomendó al Ministerio de Hacienda, en vista de que no había urgencia, postergar la operación; y para convencer a los bancos de que el Tesoro no necesitaba pagar esos intereses altos que los bancos solicitaban, en las siguientes licitaciones de letras de Tesorería aconsejé al Tesoro ofrecer cantidades muy bajas, lo cual se podía hacer, por cuanto el Tesoro tenía fondos a su disposición. Al ofrecer estas cantidades más bajas, como la demanda de letras, especialmente por parte de los bancos, continuaba siendo muy activa, se provocó una baja del interés; algunas semanas más tarde, los mismos bancos que se habían opuesto a aquella operación de bonos fueron a solicitarla al Banco Central, aceptando el tipo de interés de  $2\frac{1}{2}$  por ciento que se había establecido para esta operación de 1 a 5 años.<sup>3\*</sup>

## 60. LA TÉCNICA DE LA EMISIÓN DE TÍTULOS

No quisiera entrar en mayores detalles, aunque habría muchísimos otros aspectos de estas operaciones que considerar. Me limitaré, para terminar, a decir que el Banco Central, en los ocho años y medio de funcionamiento, ha ido asimilando, poco a poco, la técnica de los grandes mercados financieros y adaptándola a las modalidades del país; logrando en esa forma formar en su departamento de títulos un conjunto de funcionarios que han resultado muy capaces y que manejan las operaciones con mucha eficacia. El Banco ha podido así adquirir en el mercado financiero bastante autoridad moral para tener éxito en sus recomendaciones y dar la seguridad de que cuando patrocina una operación de emisión, lo hace después de un estudio cuidadoso y maduro de las condiciones; y, si bien es cierto que no asegura la estabilidad absoluta de los valores, se sabe que está siempre resguardando la plaza para librarla de cualquier conmoción o de cualquier sacudimiento. Todo ello ha sido, a mi juicio, un factor muy favorable en el desarrollo del mercado de títulos nacionales; pero no debemos olvidar que el Banco Central ha podido actuar en todos estos años a favor de un mercado en continua alza por la abundancia de fondos; eso le ha ayudado considerablemente. Ha habido cantidades crecientes de ahorros que han ido a colocarse en el mercado de títulos nacionales, a precios que, excepto épocas transitorias de baja, han tenido una tendencia persistente de ascenso, lo cual ha llevado a todos los que han invertido sus recursos en valores nacionales a experimentar crecimientos en el valor de su capital, que han influido en el prestigio de los títulos. De manera que, al calor de ese factor favorable, el Banco Central ha podido acrecentar la eficacia de su intervención en sus operaciones de agente financiero del Gobierno Nacional.

(3 de marzo de 1944)

## NOTAS SOBRE LAS CONVERSACIONES ACERCA DEL BANCO CENTRAL COMO AGENTE FINANCIERO DEL GOBIERNO NACIONAL

(Parte quinta)

## NOTA 1

*Sr. Gómez:* —¿Con sus propios recursos?

*Dr. Prebisch:* —Sí, creando recursos.

*Ing. Robles:* —¿Con fines monetarios?

*Dr. Prebisch:* —Con fines de regulación financiera y monetaria.

*Ing. Robles:* —Así se podría hacer una regulación del mercado de los títulos, ya que el Banco Central de la Argentina no puede por ahora comprar valores con fines de regulación monetaria.

*Dr. Prebisch:* —No puede comprar valores, ni con fines de regulación bursátil, ni con fines de regulación monetaria.

*Lic. Martínez Ostos:* —¿El Banco tampoco puede regular con letras de Tesorería?

*Dr. Prebisch:* —Sí, puede, pero es de temer que cuando haya liquidación en gran escala de títulos en la Bolsa, la gente tampoco tome letras de Tesorería, o las liquide. El Congreso, o ciertos sectores del Congreso, tienen el temor de dar la facultad que se le solicita porque pudiera abrir la puerta para que el Gobierno coloque grandes cantidades de títulos en el Banco Central, a pesar de que las limitaciones del proyecto de ley no permitirían hacer operaciones de esa naturaleza. Creo que es esencial dar al Banco Central esa facultad, no solamente por razones de regulación bursátil, sino también monetaria.

*Ing. Robles:* —Usted dice que estas operaciones las hace en cierto modo el Banco Central por cuenta del Gobierno Federal, y que cuando quiere comprar lo hace con recursos del Gobierno. No veo con claridad esta doble posición del Gobierno que está colocando los bonos y que tiene estos recursos...

*Dr. Prebisch:* —El origen de esos recursos es múltiple: pueden ser recursos provenientes de empréstitos colocados anteriormente, o de títulos vendidos por el Banco Central en la Bolsa, o de operaciones de crédito a corto plazo, realizadas por el Gobierno. El Gobierno, generalmente, tiene en el Banco Central grandes cantidades de fondos. En los últimos años así ha sucedido; y en momentos de emergencia, como los que he señalado en mi exposición, han permitido al Banco Central actuar con fondos del Tesoro.

*Lic. Martínez Adame:* —Pero si el Tesoro dispone de cuantiosos bienes, ¿para qué coloca un nuevo empréstito?

*Dr. Prebisch:* —Coloca nuevos empréstitos, y el caso se presentó precisamente en 1943, porque el Banco Central creyó conveniente detener el alza de los títulos, y para detenerla fue colocando todos los valores que podía en la Bolsa y apartando ese dinero en las cuentas del Tesoro para utilizarlo al llegar el momento en que el Tesoro tenga que hacer sus pagos en el resto del año.

*Lic. Martínez Adame:* —Si yo entiendo bien, lo que dice el Ing. Robles es esto: lo que el Estado vende con una mano, lo compra con la otra.

*Dr. Prebisch:* —No simultáneamente; los recursos provenientes de lo que el Estado ha vendido en un período en que pudo hacerlo, los utiliza para comprar los títulos que se ofrecen en la Bolsa y no encuentran comprador en períodos de exceso de oferta. No hace operaciones simultáneas de compra y venta. Supongamos que el Gobierno ha colocado un empréstito de 300 millones de pesos y a los 15 días, por una noticia exterior o interior, la Bolsa afloja, cambia el sentido de su movimiento y, en lugar de ser compradora, la Bolsa se vuelve vendedora; entonces el Gobierno utiliza parte de los fondos que ha obtenido en comprar los títulos que se ofrecen.

*Ing. Robles:* —Quizá sea esto; el Gobierno tiene interés en mantener su crédito; para mantenerlo conserva siempre una masa de maniobra en efectivo depositado en el Banco Central, y para regular el mercado de valores del Gobierno, se usa para comprar éstos cuando tienden a bajar, o lanza títulos del Estado a través del Banco cuando las condiciones del mercado de valores fiscales y monetarias lo exijan o lo permitan. El Banco hace, pues, lo mismo que otros bancos centrales pero sólo como fiduciario del Gobierno.

*Dr. Prebisch:* —Eso es.

*Sr. Gómez:* —Para atender eso aunque no necesite los fondos y aun cuando le cueste el interés para regular el mercado del dinero, para mantener siempre en buenas condiciones a fin de que, el pequeño inversor tenga una renta fija exenta de oscilación.

*Dr. Prebisch:* —Esta es precisamente la idea. Por otro lado, en los últimos años no ha preocupado al Banco Central que se vayan acumulando fondos en la cuenta del Gobierno porque ha sido una de las formas de absorber fondos sobrantes en el mercado. Por lo tanto, el fin que ha perseguido el Banco Central al vender títulos en 1943 ha sido doble: primero, detener la tendencia exagerada hacia el alza de valores y luego absorber todos los fondos que la plaza iba dando.

*Sr. Gómez:* —En otras palabras, como el Congreso ha tenido temor de darle facultades al Banco Central para comprar títulos del Gobierno, éste se ha visto obligado a colaborar con el Banco Central en la tarea de regular la moneda y el mercado de valores.

*Dr. Prebisch:* —Sí, señor. Naturalmente que si el Banco no tiene esa autorización legislativa y sobreviene un momento en que sea necesario comprar grandes cantidades de títulos, encontrará alguna solución. Ya se ha pensado en una, por ejemplo, llamar a bancos fuertes de la plaza y ofrecerles cauciones de títulos nacionales y con esos fondos comprar esos títulos.

*Sr. Gómez:* —¿Está autorizado el Banco Central a caucionar?

*Dr. Prebisch:* —Al Tesoro, sí. El Tesoro puede tomar valores de su cartera y bancos de la plaza suministrarían fondos al Tesoro y éste al Banco Central, para dirigirse a los bancos por intermedio del Banco Central y caucionar esos títulos. Los que regulen el mercado. Claro que estas operaciones carecerían de la limpieza y elegancia que deben tener las de un Banco Central potente que se presenta en la plaza en condiciones de comprar cualquier cantidad de títulos; y ello podría tener repercusiones psicológicas desfavorables, porque estas operaciones trascienden al público y denotan que el Banco Central no tiene la fuerza suficiente, además de que ésta puede agotarse. Por eso se ha insistido mucho en obtener esa facultad.

*Sr. Gómez:* —¿Sigue siendo el Estado en este caso, persuadido por el Banco Central, el regulador del mercado de moneda?

*Dr. Prebisch:* —Sí, señor. Y si carece de esa facultad no es por olvido al hacer la ley, sino que se temía mucho en aquellos tiempos que el Banco Central pudiera convertirse en un mecanismo inflacionista destinado a dar recursos fáciles al Gobierno.

*Sr. Gómez:* —Conocemos la actitud.

*Dr. Prebisch:* —Bueno, estamos en buena compañía.

## NOTA 2

*Ing. Robles:* —¿Quién da fe de la veracidad del prospecto?

*Dr. Prebisch:* —Hace poco tiempo —y no sé si la idea se ha puesto en práctica— se pensó que ese prospecto lleve la firma de un contador público autorizado, que atestigüe la veracidad de las cifras. Por otro lado, todas estas emisiones se hacen por consorcios privados que antes de autorizar una emisión tienen buen cuidado de enterarse bien de las características del negocio puesto que va implícita su propia responsabilidad ante el público. No hemos creído conveniente establecer un control demasiado riguroso en esta materia porque el propósito es precisamente desarrollar el mercado de acciones y de obligaciones industriales con el mínimo de trabas. Tampoco se ha considerado conveniente que el Banco Central o la Comisión de Valores asuman la responsabilidad acerca de la calidad del papel que se utiliza. Lo que quiere el Banco Central es que el público tenga toda la información necesaria para juzgar, pero no juzgar en nombre de él; que el público sea el responsable de sus operaciones de colocación y que aprenda a elegir el consorcio o el grupo de bancos por el cual debe hacer sus compras de papeles. Por lo menos en el estado actual de cosas el Banco Central no consideró conveniente ir más lejos. Solo en casos muy especiales negó la recomendación favorable aun tratándose de papeles de primer orden. En el caso de empresas de servicios públicos, por ejemplo, que querían acudir al mercado local por grandes cantidades (20, 30 millones de pesos) cuando tenían dividendos cuantiosos que giraban al exterior y que con haberles dejado en el país podían resolver su problema de financiación. No porque el Banco Central considere que eso sea inconveniente, sino porque en las circunstancias del momento, esos 20 ó 30 millones de pesos se podían distribuir entre varias industrias nacionales que querían emitir sus papeles. Esas fueron las consideraciones circunstanciales y, por cierto, bastó la recomendación del Banco Central para que no se hicieran esas operaciones. Debo decir que el Banco Central se ha preocupado mucho de estudiar los antecedentes de los miembros que constituyen los directorios de las entidades, de estudiar sus balances, de pedir una serie de aclaraciones a fin de tener la seguridad de que se trata de empresas serias. Más aun, en una emisión reciente de bastante importancia hecha por una compañía que deseaba pagar una deuda grande que tenía en libras esterlinas, el Banco Central mandó sus contadores a la empresa para recibir las explicaciones del caso. El procedimiento tuvo resultados muy satisfactorios.

## NOTA 3

*Sr. Gómez:* —¿De dos y medio?

*Dr. Prebisch:* —Sí; el promedio de interés.

*Sr. Gómez:* —El promedio de interés que se adjudicaba en proporción de 1, 2, 3, 4 y 5 años.

*Dr. Prebisch:* —Sí, en cantidades iguales.

*Sr. Gómez:* —¿Qué clase de interés para las letras de Tesorería?

*Dr. Prebisch:* —Según el plazo. Hay letras hasta de 45 días que dan un interés que ha oscilado alrededor de 0,40 por ciento. Las letras a 3 meses, entre 0,90 y un punto de interés; en las letras a 1 año, poco más o menos, las tasas oscilan alrededor de 1,90 a 2 por ciento.

*Lic. Martínez Ostos:* —¿Los rendimientos no están proporcionados al plazo, verdad?

*Dr. Prebisch:* —No pueden ser aritméticamente proporcionados.

*Lic. Martínez Ostos:* —¿No se calcula una forma más o menos proporcional?

*Dr. Prebisch:* —No se pueden establecer cánones fijos porque es el mercado, según la abundancia o escasez de fondos dispuestos a emitirse, a colocarse en los distintos plazos, lo que determina las tasas; por ejemplo, en ciertos momentos se nota que la mayor demanda prefiere plazos cortos, plazos de letras hasta 3 ó 6 meses, y entonces eso tiende a hacer bajar esos plazos, sin que bajen los de arriba de 6 meses. Otras veces vemos que el énfasis se pone en los papeles un poco más largos. El mercado es muy variable.

ANÁLISIS DE LA EXPERIENCIA MONETARIA ARGENTINA

*Lic. Martínez Ostos:* —Pero de todos modos se estipula el tipo de interés en cada letra.

*Dr. Prebisch:* —La letra de Tesorería no tiene un tipo de interés. Se ofrece, y el proponente tiene que cotizar un precio.

*Sr. Gómez:* —Enteramente bajo para que tenga el rendimiento deseado.

*Dr. Prebisch:* —Eso es, y en función de eso se establece el rendimiento.

*Sr. Gómez:* —Es que los bonos a corto plazo en los Estados Unidos tienen una escala diferencial de intereses ligeramente ascendente, de 3 meses a 1 año, con fluctuaciones como las que usted dice; a veces se nota que esa escala se rompe a favor o en contra de los depósitos a largo plazo hasta un año.

*Dr. Prebisch:* —Sí, va de abajo arriba, y no siempre el mercado sigue ese criterio matemático. Pero, por supuesto, hay una progresión muy clara en los tipos de interés. De manera, pues, que van desde un mínimo de 0,40 por ciento en los papeles muy cortos hasta 4,20 que es el rendimiento neto de los títulos a largo plazo. Cuando se decidió colocar estos bonos, se entregó a los corredores y bancos para que explicaran a su clientela una tabla con cálculos sobre la incidencia que tendría en estos papeles de 1 a 5 años, una baja de 2 puntos, 1 punto,  $\frac{1}{2}$  punto, en los títulos a largo plazo; para que se viera que en estos títulos a corto plazo la incidencia es mínima, y que por lo tanto, si bien es cierto que tienen un interés reducido, la posibilidad de fluctuaciones en el valor es muy pequeña. Se recomendó a los corredores y bancos que indujeran a la clientela deseosa de hacer inversiones a un plazo medio a invertir en estos papeles y no comprar títulos nacionales, porque el Banco Central no garantiza en ninguna forma la estabilidad del precio. El Banco Central resguarda al mercado de sus fluctuaciones bruscas, pero en ningún caso asume la responsabilidad de mantener los valores. Justamente había omitido decir que cuando hace algunos meses, provocamos la baja de los títulos nacionales en la Bolsa, una de las razones fue demostrar al mercado que los títulos nacionales, estaban sujetos a la baja, y que no era prudente, por lo tanto, colocar fondos a largo plazo, que, por su índole, tenían que ser de colocación transitoria. En esa forma se fue educando al mercado.

PROYECTO DE LEY  
de  
ORGANIZACION  
DEL BANCO CENTRAL  
DE LA  
REPUBLICA ARGENTINA

Comparativo  
entre las sanciones  
del H. Senado  
y la H. Cámara de Diputados

1935

LEY DE ORGANIZACION

PROYECTO DE LEY

*El Senado y Cámara de Diputados, etc.*

*Comisión organizadora*

Artículo 1º — Autorízase al Poder Ejecutivo para nombrar una comisión organizadora, bajo la presidencia del ministro de Hacienda, que tendrá a su cargo proveer todo lo relativo a la organización del Banco Central de la República Argentina (ley número...) y del Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias (ley número...) y proponer al Poder Ejecutivo los reglamentos, estatutos y decretos reglamentarios que proyecte para el mejor cumplimiento de las leyes citadas y la Ley de Bancos (ley número...).

*Constitución del Banco Central*

Art. 2º — El Poder Ejecutivo nombrará el primer presidente, vicepresidente y demás miembros del primer directorio del Banco Central sujeto a las condiciones fijadas en la ley de creación del mismo.

Art. 3º — La comisión organizadora determinará la forma de suscripción de las acciones del Banco Central; y los plazos en que los bancos deberán integrar dichas acciones y depositar en el Banco Central los efectivos correspondientes a sus depósitos de acuerdo con las prescripciones legales.

Art. 4º — Autorízase al Poder Ejecutivo para que en el momento que lo juzgue oportuno y después de haber oído a la comisión organizadora suprima la Comisión de Redescuento, la Junta Autónoma de Amortización y la Caja de Conversión, y transfiera al Banco Central sus rubros activos y pasivos, junto con los depósitos oficiales del Banco de la Nación Argentina —salvo los de las reparticiones autónomas que resuelva exceptuar, lo mismo que los depósitos de garantía en las li-

...una comisión organizadora presidida por el ministro de Hacienda e integrada por cuatro vocales, que tendrá...

Art. 2º — El Poder Ejecutivo nombrará el primer presidente, vicepresidente y demás miembros del primer directorio del Banco Central sujeto a las condiciones fijadas en la ley de creación del mismo.

La designación de presidente y vicepresidente del primer directorio se hará también con acuerdo del Senado.

Art. 4º — Autorízase al Poder Ejecutivo para que en el momento que lo juzgue oportuno y después de haber oído a la comisión organizadora, suprima la Comisión de Redescuento, la Junta Autónoma de Amortización y la Caja de Conversión, y transfiera al Banco Central sus rubros activos y pasivos, junto con los depósitos oficiales del Banco de la Nación Argentina —salvo los de las reparticiones autónomas que resuelva exceptuar, lo mismo que los depósitos de garantía en las li-

Art. 2º — El Poder Ejecutivo con acuerdo del Senado nombrará el primer presidente y vicepresidente del Banco Central, sin necesidad de las ternas prescriptas por el artículo 10 de la ley de creación del Banco Central.

Art. 4º — Autorízase al Poder Ejecutivo para que en el momento que lo juzgue oportuno y después de haber oído a la comisión organizadora, proceda a:

- a) Suprimir la Comisión de Redescuento, la Junta Autónoma de Amortización y la Caja de Conversión;
- b) Transferir al Banco Central los rubros activos y pasivos de la Caja

### Proyecto del Poder Ejecutivo

taciones públicas—, el Fondo de Beneficios de Cambios (acuerdo general de ministros del 28 de noviembre de 1933) y el Fondo de Divisas Extranjeras (artículo 43 de la ley de presupuesto vigente); de acuerdo con las condiciones y equivalencias que se determinará por el Poder Ejecutivo; y previa deducción de la circulación actual de la moneda subsidiaria de denominaciones de cinco pesos e inferiores (incluso en monedas de níquel y cobre) de la que se hará cargo el gobierno nacional así como de la acuñación o emisión futura de esta moneda subsidiaria.

Todo el oro existente en la Caja de Conversión en el momento de dictarse esta ley, deberá transferirse al Banco Central, sin que el Gobierno pueda tomar parte alguna de él, ni el Banco pueda usarlo con otros fines que los expresados en la ley de su creación. Hasta tanto se transfieran sus rubros activos y pasivos al Banco Central, la Caja de Conversión solo podrá emitir billetes de acuerdo con las leyes existentes. Una vez efectuada esa transferencia, el Banco Central no podrá aumentar la emisión en otra forma que no sean las operaciones autorizadas por la ley de su creación.

Al realizarse la transferencia, el saldo del crédito de la Caja de Conversión contra el gobierno nacional por las viejas emisiones, después de deducir el importe de los billetes subsidiarios, quedará representado en el Banco Central por un bono

### Sancción del Honorable Senado

citaciones públicas — el Fondo de Beneficios de Cambios (acuerdo general de ministros del 28 de noviembre de 1933) y el Fondo de Divisas Extranjeras (artículo 43 de la ley de presupuesto vigente); de acuerdo con las condiciones y equivalencias que se determinará por el Poder Ejecutivo; y previa deducción de la circulación actual de la moneda subsidiaria de denominaciones de cinco pesos e inferiores (incluso las monedas de níquel y cobre) de la que se hará cargo el gobierno nacional así como de la acuñación o emisión futura de esta moneda subsi-

diaria. Todo el oro existente en la Caja de Conversión en el momento de dictarse esta ley deberá transferirse al Banco Central, sin que el gobierno pueda tomar parte alguna de él, ni el Banco pueda usarlo con otros fines que los expresados en la ley de su creación. Hasta tanto se transfieran sus rubros activos y pasivos al Banco Central, la Caja de Conversión solo podrá emitir billetes de acuerdo con las leyes existentes. Una vez efectuada esa transferencia, el Banco Central no podrá aumentar la emisión en otra forma que no sean las operaciones autorizadas por la ley de su creación.

Al realizarse la transferencia, el saldo del crédito de la Caja de Conversión contra el gobierno nacional por las viejas emisiones, después de deducir el importe de los billetes subsidiarios, quedará representado en el Banco Central por un

### Despacho de la Comisión

de Conversión, junto con los depósitos oficiales del Banco de la Nación Argentina —salvo los de las reparticiones autónomas que resuelva exceptuar, lo mismo que los depósitos de garantía en las licitaciones públicas— el Fondo de Beneficios de Cambios y el Fondo de Divisas Extranjeras. Dichas transferencias se efectuarán de acuerdo con las condiciones y equivalencias que determinará el Poder Ejecutivo. Para el oro de la Caja de Conversión la equivalencia no podrá exceder de 43.000 pesos moneda nacional por el contenido en oro fino de una barra típica de 12,441 kilogramos (400 onzas "troy");

- c) Deducir de la emisión actual, antes de realizar las transferencias mencionadas, la moneda subsidiaria de denominaciones de cinco pesos e inferiores (incluso las monedas de níquel y cobre) de la que se hará cargo el gobierno nacional así como de la acuñación o emisión futura de esta moneda subsidiaria.

Todo el oro existente en la Caja de Conversión en el...

...por las emisiones anteriores a la ley 3.871. después de...

### Proyecto del Poder Ejecutivo

sin interés otorgado por el tesoro nacional.

#### *Canje de las emisiones actuales*

Art. 5º — Los billetes de la emisión actual de la Caja de Conversión transferidos al Banco Central que no le fuesen presentados para su canje dentro de los dos años contados desde la fecha en que el Banco haya comenzado la emisión de los nuevos billetes, dejarán de tener curso legal pero podrán ser canjeados en el Banco durante los tres años siguientes.

Al expirar dicho plazo, el saldo que no se haya presentado para el canje será transferido al Fondo de Reserva del Instituto Movilizador, previa deducción del costo del reemplazo de toda la emisión actual de billetes. Sin embargo, los billetes que se presentaran al Banco Central después de vencido el plazo mencionado, serán canjeados por billetes de dicho Banco por cuenta del Gobierno.

Art. 6º — El Poder Ejecutivo, dentro del plazo de dos años a partir de la iniciación de las operaciones del Banco Central, y por intermedio de éste, conforme al artículo 36 de la ley de creación (ley número ...), reemplazará por nuevos billetes de curso legal los billetes subsidiarios de denominaciones de cinco pesos o inferiores.

Transcurrido dicho plazo, todos los billetes actuales de denominaciones de cinco pesos e inferiores dejarán de tener curso legal, pero serán canjeados por moneda subsidiaria a su presentación al Banco Central.

### Sanción del Honorable Senado

bono sin interés otorgado por el tesoro nacional.

Las obligaciones estipuladas en pesos oro sellado, que hasta hoy pueden pagarse a 2,27 papel por peso oro, continuarán pagándose en igual forma.

Art. 6º -- El Poder Ejecutivo dentro del plazo de dos años, a partir de la iniciación de las operaciones del Banco Central, y por intermedio de éste, conforme al artículo 36 de la ley de creación (ley número ...), reemplazará por nuevos billetes de curso legal los billetes subsidiarios de denominaciones de cinco pesos o inferiores.

Transcurrido dicho plazo, todos los billetes actuales de denominaciones de cinco pesos e inferiores, dejarán de tener curso legal, pero serán canjeados por moneda subsidiaria a su presentación al Banco Central.

El saldo de billetes que no se hubiera presentado al canje tres años después de expirado el plazo de dos años establecido en el presente artículo, será destinado al mismo fin previsto por la segunda parte del artículo precedente.

### Despacho de la Comisión

...el plazo mencionado y dentro de un nuevo término de diez años, serán canjeados...

El saldo de billetes que no se hubiera presentado al canje tres años después de expirado el plazo de dos años establecido en el párrafo anterior, será destinado al mismo fin previsto por la segunda parte del artículo precedente.

Transcurridos dichos plazos todos los billetes actuales de denominaciones de cinco pesos e inferiores, dejarán de tener curso legal, pero serán canjeados por moneda subsidiaria a su presentación al Banco Central, dentro de un nuevo término de diez años.

## Proyecto del Poder Ejecutivo

### *Transformación de la deuda flotante*

Art. 7º — Facúltase al Poder Ejecutivo a transformar en bonos consolidados del Tesoro nacional de 3 % de interés y ¼ % de amortización acumulativa, el saldo del crédito contra caución de títulos del Empréstito Patriótico, y Letras de Tesorería actualmente en circulación, hasta un total de 400.0000.000 de pesos moneda nacional. Esta medida será tomada después de haber oído al respecto a la Comisión Organizadora. Los bonos provenientes de la transformación de las letras serán comprados a la par por el Banco Central con destino a las operaciones que prevé el artículo 32, inciso 1) de su ley de creación (ley número...).

Art. 8º — El fondo de conversión a que se refiere el artículo 3º de la ley número 3.871 deberá ser cancelado, destinándose su activo a compensar deuda flotante del gobierno nacional.

Art. 9º — Facúltase al Poder Ejecutivo a convenir con el Banco de la Nación Argentina el arreglo definitivo del remanente de su deuda directa e indirecta con el mismo, después de haberse cumplido con las disposiciones de esta ley relativas a la deuda flotante del Gobierno nacional, emitiendo al efecto los valores nacionales que fuese necesario.

### *Constitución del Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias*

Art. 10. — Antes de designar el presidente y los tres vocales del Instituto Movilizador, el Poder Ejecutivo deberá aprobar las normas generales para el funcionamiento del mismo trazadas por la Comisión Organizadora.

Art. 11. — El Instituto Movilizador procederá de inmediato a examinar las inversiones congeladas de los bancos, y en particular su relación con el pasivo de redescuentos, a fin de proponer a la Comisión Organizadora las condiciones de compra de dichas inversiones por el instituto, y el plan general de liquidación de las mismas.

## Sanción del Honorable Senado

Art. 10. — Antes de designar el presidente y los tres vocales del Instituto Movilizador, el Poder Ejecutivo deberá aprobar las normas generales para el funcionamiento del mismo trazadas por la Comisión Organizadora.

## Despacho de la Comisión

...de amortización acumulativa hasta un total de \$ 400.000.000 moneda nacional, el saldo del crédito...

Suprimir "hasta un total de 400.000.000 de pesos moneda nacional".

Art. 9º — Facúltase al Poder Ejecutivo a convenir con el Banco de la Nación Argentina el arreglo definitivo del remanente de la deuda directa e indirecta del gobierno nacional con el mismo, después de haberse cumplido con las disposiciones de esta ley relativas a la deuda flotante, emitiendo al efecto los valores nacionales que fuese necesario.

Art. 10. — Antes de la designación del presidente y los vocales del...

...examinar los valores congelados que los bancos le ofrezcan y que sean susceptibles de ser adquiridos por aquél, y en particular...

...de compra de dichos valores por el Instituto, y el plan general de liquidación de los mismos.

### Proyecto del Poder Ejecutivo

Art. 12. — Después de cumplidas las disposiciones del artículo anterior y una vez apartados los fondos requeridos por el Gobierno nacional a los fines del cumplimiento del artículo 5º de la ley de creación del Banco Central (ley número...) la Comisión Organizadora determinará, ad referendum del Poder Ejecutivo, el monto definitivo del Fondo de Reserva del Instituto Movilizador destinado a posibles quebrantos.

Art. 13. — La diferencia entre el monto inicial de la reserva constituida conforme al artículo 2º de la ley de creación del Instituto Movilizador, y el monto definitivo según el artículo anterior, será transferida al gobierno nacional, el que la destinará íntegramente a la cancelación de la deuda flotante bancaria.

#### *Transferencia gradual de las operaciones de cambio al Banco Central*

Art. 14. — La Comisión Organizadora aconsejará al Poder Ejecutivo la forma y oportunidad en que deberá transferir gradualmente el manejo de las operaciones de cambio al Banco Central, de común acuerdo con el mismo, el que se ajustará a las normas establecidas por aquél, entretanto se restablezca la libertad del mercado de cambios.

Art. 15. — En el Fondo de Beneficios de Cambio transferido al Banco Central de acuerdo con el artículo 4º de la presente ley, se acreditarán las diferencias entre el tipo de compra y el de venta de las divisas provenientes de las exportaciones, las que aun cuando el Poder Ejecutivo autorizara su venta en el mercado libre solo podrán ser negociadas por los bancos o firmas autorizadas así como las divisas provenientes de toda otra operación de cambios; y se debitarán:

- a) Las diferencias de cambio con respecto al tipo anterior al 28 de noviembre de 1933, en los servicios de la deuda pública y demás re-

### Sanción del Honorable Senado

Art. 12. — Después de cumplidas las disposiciones del artículo anterior y una vez apartados los fondos requeridos por el gobierno nacional a los fines del cumplimiento del artículo 5º de la ley de creación del Banco Central (ley número...) la Comisión Organizadora determinará ad referendum del Poder Ejecutivo, el monto definitivo del fondo de reserva del Instituto Movilizador destinado a posibles quebrantos, el que podrá invertirse, lo mismo que el capital, en valores nacionales o en bonos consolidados del tesoro nacional.

### Despacho de la Comisión

...del Banco Central (ley número...) y del artículo 2º de la ley de creación del Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias (ley número...) la Comisión...

...destinado a posibles quebrantos... (Suprimido).

...a la cancelación de su actual deuda bancaria.

Art. 14. — La Comisión Organizadora aconsejará al Poder Ejecutivo la forma y oportunidad en que deberá transferir el manejo de las operaciones de cambio al Banco Central, de acuerdo con el mismo, el que se ajustará, mientras no se restablezca la libertad del mercado de cambios, a las normas establecidas por aquél

... exterior del gobierno...

Proyecto del Poder Ejecutivo

mesas al exterior del Gobierno nacional; y los gastos de la Oficina de Control de Cambios según presupuesto aprobado por el Poder Ejecutivo;

- b) Las diferencias en contra que pudieran resultar entre el valor de compra y el de venta de los granos adquiridos por la Junta Reguladora de Granos; y los gastos de la misma aprobados por el Poder Ejecutivo; si la diferencia fuera a favor se acreditará a dicho fondo;
- c) Las diferencias de precio que el Poder Ejecutivo mediante organizaciones de emergencia que reputase conveniente, resolviese asignar directa o indirectamente a los productores agropecuarios, según el margen obtenido en la venta de divisas proveniente de la exportación del producto o grupo de productos a que se refieren dichas diferencias de precios; y los gastos de tales organizaciones aprobados por el Poder Ejecutivo.

Art. 16. — Los fondos no utilizados en la forma establecida en el artículo anterior podrán ser incorporados al Fondo de Divisas creado en el artículo 43 de la ley de presupuesto vigente, hasta que el Honorable Congreso decida su aplicación definitiva; también ingresará al mismo fondo el recargo de hasta 20 % sobre el importe de las monedas extranjeras correspondientes al valor de las importaciones sin permiso previo, que deberá pagarse en divisas en los bancos autorizados antes del despacho a plaza de las mercaderías, conforme lo reglamente el Poder Ejecutivo y mientras se mantenga el sistema de los permisos previos de cambio.

Art. 17. — La Oficina de Control de Cambios determinará los requisitos necesarios, incluso la declaración jurada, para establecer la índole de todas las operaciones de cambio, así como en los casos que fuere preciso de las cuentas en pe-

Sancción del Honorable Senado

Cambios, según presupuesto aprobado por el Poder Ejecutivo;

Art. 17. — El Poder Ejecutivo determinará los requisitos necesarios, incluso la declaración jurada, para establecer la índole de todas las operaciones de cambio, podrá requerir de los negociantes de cambio o los que intervengan como

Despacho de la Comisión

...Poder Ejecutivo. Si la...

...obtenido en la venta de divisas o cambio extranjero provenientes de la...

Art. 16. — Los fondos no utilizados en la forma prevista en el artículo anterior podrán ser incorporados al Fondo de Divisas a que se refiere el artículo 43 de la ley de presupuesto vigente, hasta que el Honorable Congreso decida su aplicación definitiva. También ingresará al mismo fondo el recargo de hasta 20 % (incluida, a los fines del cómputo, la diferencia que exista entre el tipo oficial y el del mercado libre) sobre el importe de las monedas extranjeras correspondientes al valor de las importaciones sin permiso previo, que deberá pagarse en divisas o cambio extranjero en los...

...de cambio;...

### Proyecto del Poder Ejecutivo

sos de titulares en el exterior; podrá requerir de los negociantes de cambio o los que intervengan como compradores, vendedores, intermediarios o en cualquier otra forma en las operaciones de cambio, las informaciones sobre las mismas que juzgue conveniente, e inspeccionar todos los libros y documentos pertinentes.

### Comisión de Divisas

Art. 18.— Créase con carácter transitorio la Comisión de Divisas bajo la presidencia del ministro de Hacienda o en su ausencia del subsecretario de Hacienda, compuesta de un representante ad honorem designado por cada una de las siguientes entidades: Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto, Ministerio de Agricultura, Banco Central o Comisión Organizadora mientras éste no se encuentre constituido, Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Unión Industrial Argentina y Centro de Importadores. El director de la Oficina de Control de Cambios tendrá acceso a la comisión con voz pero sin voto.

Art. 19.— Son funciones de la Comisión de Divisas:

- a) Proponer al Departamento de Hacienda las normas para el otorgamiento y aplicación de los permisos previos de cambio por la Oficina de Control de Cambios; y verificar el cumplimiento de las normas aprobadas por el mencionado departamento;
- b) Entender en las reclamaciones presentadas por los importadores a la Oficina de Control de Cambios y aconsejar lo que juzgase conveniente al Departamento de Hacienda;
- c) Designar subcomisiones asesoras cuando lo juzgue conveniente.

### Disposiciones varias

Art. 20.— La Comisión Organizadora someterá su presupuesto a la aprobación

### Sancción del Honorable Senado

compradores, vendedores, intermediarios o en cualquiera otra forma en las operaciones de cambio, las informaciones sobre las mismas que juzgue conveniente, e inspeccionar todos los libros y documentos pertinentes.

Las multas a aplicarse en casos de infracciones o falsas declaraciones, de conformidad con la reglamentación dictada por el Poder Ejecutivo, no podrán exceder del décuplo de la operación realizada.

### Despacho de la Comisión

...de las siguientes entidades: Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto, Ministerio de Hacienda, Ministerio de Agricultura, Banco Central o Comisión Organizadora mientras aquél no se encuentre constituido, Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Bolsa de Comercio de Rosario, Unión Industrial Argentina y Centro de Importadores. El...

- a) Proponer al Ministerio de Hacienda...

...mencionado ministerio;

...al Ministerio de Hacienda;

Proyecto del Poder Ejecutivo

del Poder Ejecutivo. Los recursos necesarios se anticiparán de rentas generales, con cargo de devolución por el Banco Central y el Instituto Movilizador cuando éstos se constituyan.

Art. 21. — El procurador general de la Nación, lo mismo que los asesores en materia legal o técnica de los poderes públicos, dictaminarán a solicitud de la Comisión Organizadora.

Art. 22. — Deróganse las disposiciones de otras leyes en cuanto se opongan al cumplimiento de la presente.

Art. 23. — Comuníquese al Poder Ejecutivo.

*Federico Pinedo*

Sanción del Honorable Senado

Art. 22. — El Poder Ejecutivo dará cuenta al Congreso dentro del próximo período ordinario de sesiones, de la forma en que ha dado cumplimiento a las disposiciones de esta ley.

Art. 23. — Autorízase al Poder Ejecutivo al promulgar la presente ley a señalar en cada caso el número de las leyes citadas.

Art. 24 (22 del proyecto original). —

Art. 25 (23 del proyecto original). —

Despacho de la Comisión

Sanción del Honorable Senado

LEY DE ORGANIZACION

PROYECTO DE LEY

*El Senado y Cámara de Diputados, etc.  
Comisión organizadora*

Artículo 1º — Autorízase al Poder Ejecutivo para nombrar una comisión organizadora, bajo la presidencia del ministro de Hacienda, que tendrá a su cargo proveer todo lo relativo a la organización del Banco Central de la República Argentina (ley número ...) y del Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias (ley número ...) y proponer al Poder Ejecutivo los reglamentos, estatutos y decretos reglamentarios que proyecte para el mejor cumplimiento de las leyes citadas y la ley de bancos (ley número ...).

*Constitución del Banco Central*

Art. 2º — El Poder Ejecutivo nombrará el primer presidente, vicepresidente y demás miembros del primer directorio del Banco Central, sujeto a las condiciones fijadas en la ley de creación del mismo.

La designación del presidente y vicepresidente del primer directorio se hará también con acuerdo del Senado.

Art. 3º — La comisión organizadora determinará la forma de suscripción de las acciones del Banco Central y los plazos en que los bancos deberán integrar dichas acciones y depositar en el Banco Central los efectivos correspondientes a sus depósitos, de acuerdo con las prescripciones legales.

Art. 4º — Autorízase al Poder Ejecutivo para que en el momento que lo juzgue oportuno y después de haber oído a la comisión organizadora, suprima la Comisión de Redescuento, la Junta Autónoma de Amortización y la Caja de Conversión, y transfiera al Banco Central sus rubros activos y pasivos, junto con los depósitos oficiales del Banco de la Nación Argentina —salvo los de las reparticiones autónomas que resuelva exceptuar, lo mismo

Sanción de la Honorable Cámara de Diputados

Artículo 1º — Autorízase al Poder Ejecutivo para nombrar una comisión organizadora, *presidida por el ministro de Hacienda e integrada por cuatro vocales*, que tendrá a su cargo proveer todo lo relativo a la organización del Banco Central de la República Argentina (ley número...) y del Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias (ley número...) y proponer al Poder Ejecutivo los reglamentos, estatutos y decretos reglamentarios que proyecte para el mejor cumplimiento de las leyes citadas y la ley de bancos (ley número...).

Art. 2º — El Poder Ejecutivo *con acuerdo del Senado* nombrará el primer presidente y vicepresidente del Banco Central, *sin necesidad de las ternas prescriptas por el artículo 10 de la ley de creación del Banco Central.*

Art. 3º — Igual.

Art. 4º — Autorízase al Poder Ejecutivo para que en el momento que lo juzgue oportuno y después de haber oído a la comisión organizadora, *proceda a:*

a) *Suprimir* la Comisión de Redescuento, la Junta Autónoma de Amortización y la Caja de Conversión;

b) *Transferir* al Banco Central los

Modificaciones introducidas por la Honorable Cámara de Diputados

Sustituido: *presidida por el ministro de Hacienda e integrada por cuatro vocales en lugar de bajo la presidencia del ministro de Hacienda.*

Sustituido totalmente.

Sustituido: *proceda a suprimir en lugar de suprima.*

Sustituido: *transferir en lugar de y transfiera.*

Sustituido: *los en lugar de sus.*

### Sanción del Honorable Senado

que los depósitos de garantía en las licitaciones públicas — el Fondo de Beneficios de Cambios (acuerdo general de ministros del 28 de noviembre de 1933) y el Fondo de Divisas Extranjeras (artículo 43 de la ley de presupuesto vigente); de acuerdo con las condiciones y equivalencias que se determinará por el Poder Ejecutivo; y previa deducción de la circulación actual de la moneda subsidiaria de denominaciones de cinco pesos e inferiores (incluso las monedas de níquel y cobre) de la que se hará cargo el gobierno nacional así como de la acuñación o emisión futura de esta moneda subsidiaria. Todo el oro existente en la Caja de Conversión en el momento de dictarse esta ley deberá transferirse al Banco Central, sin que el gobierno pueda tomar parte alguna de él, ni el Banco pueda usarlo con otros fines que los expresados en la ley de su creación. Hasta tanto se transfieran sus rubros activos y pasivos al Banco Central, la Caja de Conversión solo podrá emitir billetes de acuerdo con las leyes existentes. Una vez efectuada esa transferencia, el Banco Central no podrá aumentar la emisión en otra forma que no sean las operaciones autorizadas por la ley de su creación.

Al realizarse la transferencia, el saldo de crédito de la Caja de Conversión contra el gobierno nacional por las viejas emisiones, después de deducir el importe de los billetes subsidiarios, quedará representada en el Banco Central por un bono sin interés otorgado por el tesoro nacional.

Las obligaciones estipuladas en pesos oro sellado, que hasta hoy pueden pagarse a 2,27 papel por peso oro, continuarán pagándose en igual forma.

### Sanción de la Honorable Cámara de Diputados

rubros activos y pasivos de la Caja de Conversión, junto con los depósitos oficiales del Banco de la Nación Argentina — salvo los de las reparticiones autónomas que resuelva exceptuar, lo mismo que los depósitos de garantía en las licitaciones públicas — el Fondo de Beneficios de Cambios y el Fondo de Divisas Extranjeras. Dichas transferencias se efectuarán de acuerdo con las condiciones y equivalencias que determinará el Poder Ejecutivo. Para el oro de la Caja de Conversión la equivalencia no podrá exceder de 43.000 pesos moneda nacional por el contenido en oro fino de una barra típica de kilogramos 12,441 (400 onzas "troy");

c) Deducir de la emisión actual, antes de realizar las transferencias mencionadas, la moneda subsidiaria de denominaciones de cinco pesos e inferiores (incluso las monedas de níquel y cobre), de la que se hará cargo el gobierno nacional así como de la acuñación o emisión futura de esta moneda subsidiaria.

Todo el oro existente en la Caja de Conversión en el momento de dictarse esta ley deberá transferirse al Banco Central, sin que el gobierno pueda tomar parte alguna de él, ni el Banco pueda usarlo con otros fines que los expresados en la ley de su creación. Hasta tanto se transfieran sus rubros activos y pasivos al Banco Central, la Caja de Conversión solo podrá emitir billetes de acuerdo con las leyes existentes. Una vez efectuada esa transferencia, el Banco Central no podrá aumentar la emisión en otra forma que no sean las operaciones autorizadas por la ley de su creación.

Al realizarse la transferencia, el saldo del crédito de la Caja de Conversión contra el gobierno nacional por las emisiones anteriores a la ley 3.871, después de deducir el importe de los billetes subsidiarios, quedará representado en el Banco

### Modificaciones introducidas por la Honorable Cámara de Diputados

Agregado: de la Caja de Conversión.

Eliminado: Acuerdo general de ministros del 28 de noviembre de 1933.

Eliminado: Artículo 43 de la ley de presupuesto vigente.

Agregado: Dichas transferencias se efectuarán.

Agregado: para el oro de la Caja de Conversión la equivalencia no podrá exceder de 43.000 pesos moneda nacional por el contenido en oro fino de una barra típica de kilogramos 12,441 (400 onzas "troy").

Sustituido: Deducir de la emisión actual, antes de realizar las transferencias mencionadas en lugar de y previa deducción de la circulación actual.

Sustituido: las emisiones anteriores a la ley 3.871 en lugar de las viejas emisiones.

## Sanción del Honorable Senado

### *Canje de las emisiones actuales*

Art. 5º — Los billetes de la emisión actual de la Caja de Conversión, transferidos al Banco Central que no le fuesen presentados para su canje dentro de los dos años contados desde la fecha en que el Banco haya comenzado la emisión de los nuevos billetes, dejarán de tener curso legal pero podrán ser canjeados en el Banco durante los tres años siguientes.

Al expirar dicho plazo, el saldo que no se haya presentado para el canje será transferido al Fondo de Reserva del Instituto Movilizador, previa deducción del costo del reemplazo de toda la emisión actual de billetes. Sin embargo, los billetes que se presentaran al Banco Central después de vencido el plazo mencionado, serán canjeados por billetes de dicho Banco por cuenta del gobierno.

Art. 6º — El Poder Ejecutivo dentro del plazo de dos años, a partir de la iniciación de las operaciones del Banco Central, y por intermedio de éste, conforme al artículo 36 de la ley de creación (ley número ...), reemplazará por nuevos billetes de curso legal los billetes subsidiarios de denominaciones de cinco pesos o inferiores.

Transcurrido dicho plazo, todos los billetes actuales de denominaciones de cinco pesos e inferiores, dejarán de tener curso legal, pero serán canjeados por moneda subsidiaria a su presentación al Banco Central.

El saldo de billetes que no se hubiera presentado al canje tres años después de expirado el plazo de dos años, establecido en el presente artículo, será destinado al mismo fin previsto por la segunda parte del artículo precedente.

## Sanción de la Honorable Cámara de Diputados

Central por un bono sin interés, otorgado por el tesoro nacional.

Las obligaciones estipuladas en pesos oro sellado, que hasta hoy pueden pagarse a 2,27 papel por peso oro, continuarán pagándose en igual forma.

Art. 5º — Los billetes de la emisión actual de la Caja de Conversión transferidos al Banco Central, que no le fuesen presentados para su canje dentro de los dos años contados desde la fecha en que el Banco haya comenzado la emisión de los nuevos billetes, dejarán de tener curso legal, pero podrán ser canjeados en el Banco durante los tres años siguientes.

Al expirar dicho plazo, el saldo que no se haya presentado para el canje será transferido al Fondo de Reserva del Instituto Movilizador, previa deducción del costo del reemplazo de toda la emisión actual de billetes. Sin embargo, los billetes que se presentaran al Banco Central después de vencido el plazo mencionado y dentro de un nuevo término de diez años, serán canjeados por billetes de dicho Banco por cuenta del gobierno.

Art. 6º — El Poder Ejecutivo dentro del plazo de dos años, a partir de la iniciación de las operaciones del Banco Central, y por intermedio de éste, conforme al artículo 36 de la ley de creación (ley número...), reemplazará por nuevos billetes de curso legal los billetes subsidiarios de denominaciones de cinco pesos e inferiores.

El saldo de billetes que no se hubiera presentado al canje tres años después de expirado el plazo de dos años establecido en el párrafo anterior, será destinado al mismo fin previsto por la segunda parte del artículo precedente.

*Transcurridos dichos plazos*, todos los billetes actuales de denominaciones de cinco pesos e inferiores, dejarán de tener curso legal, pero serán canjeados por moneda subsidiaria a su presentación al Banco Central, dentro de un nuevo término de diez años.

## Modificaciones introducidas por la Honorable Cámara de Diputados

*Agregado: y dentro de un nuevo término de diez años.*

*Sustituido: párrafo anterior en lugar de presente artículo.*

*Sustituido: Transcurridos dichos plazos en lugar de Transcurrido dicho plazo.*

*Agregado: dentro de un nuevo término de diez años.*

### Sanción del Honorable Senado

#### *Transformación de la deuda flotante*

Art. 7º — Facúltase al Poder Ejecutivo a transformar en bonos consolidados del tesoro nacional de 3 % de interés y  $\frac{1}{4}$  % de amortización acumulativa, el saldo del crédito contra caución de títulos del Empréstito Patriótico, y letras de tesorería actualmente en circulación, hasta un total de 400.000.000 de pesos moneda nacional. Esta medida será tomada después de haber oído al respecto a la Comisión Organizadora. Los bonos provenientes de la transformación de las letras serán comprados a la par por el Banco Central con destino a las operaciones que prevé el artículo 32, inciso 1) de su ley de creación (ley número...).

Art. 8º — El fondo de conversión a que se refiere el artículo 3º de la ley número 3.871, deberá ser cancelado, destinándose su activo a compensar la deuda flotante del gobierno nacional.

Art. 9º — Facúltase al Poder Ejecutivo a convenir con el Banco de la Nación Argentina el arreglo definitivo del remanente de su deuda directa e indirecta con el mismo, después de haberse cumplido con las disposiciones de esta ley, relativas a la deuda flotante del gobierno nacional, emitiendo al efecto los valores nacionales que fuese necesario.

#### *Constitución del Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias*

Art. 10. — Antes de designar el presidente y los tres vocales del Instituto Movilizador, el Poder Ejecutivo deberá aprobar las normas generales para el funcionamiento del mismo, trazadas por la Comisión Organizadora.

Art. 11. — El Instituto Movilizador procederá de inmediato a examinar las inversiones congeladas de los bancos, y en particular su relación con el pasivo de redescuentos, a fin de proponer a la Comisión Organizadora las condiciones de compra de dichas inversiones por el Instituto,

### Sanción de la Honorable Cámara de Diputados

Art. 7º — Facúltase al Poder Ejecutivo a transformar en bonos consolidados del tesoro nacional de 3 % de interés y  $\frac{1}{4}$  % de amortización acumulativa *hasta un total de 400.000.000 de pesos moneda nacional*, el saldo del crédito contra caución de títulos del Empréstito Patriótico y letras de tesorería actualmente en circulación. Esta medida será tomada después de haber oído al respecto a la Comisión Organizadora. Los bonos provenientes de la transformación de las letras serán comprados a la par por el Banco Central, con destino a las operaciones que prevé el artículo 32, inciso 1), de su ley de creación (ley número...).

Art. 8º — Igual.

Art. 9º — Facúltase al Poder Ejecutivo a convenir con el Banco de la Nación Argentina el arreglo definitivo del remanente de *la* deuda directa e indirecta *del gobierno nacional* con el mismo, después de haberse cumplido con las disposiciones de esta ley relativas a la deuda *flotante*, emitiendo, al efecto, los valores nacionales que fuesen necesarios.

Art. 10. — Antes de *la designación* del presidente y los vocales del Instituto Movilizador, el Poder Ejecutivo deberá aprobar las normas generales para el funcionamiento del mismo, trazadas por la Comisión Organizadora.

Art. 11. — El Instituto Movilizador procederá de inmediato a examinar *los valores congelados que los bancos le ofrezcan y que sean susceptibles de ser adquiridos por aquél*, y en particular su relación con el pasivo de redescuentos, a fin de proponer a la comisión organizadora las con-

### Modificaciones introducidas por la Honorable Cámara de Diputados

Se altera el orden del párrafo *hasta un total de 400.000.000 de pesos moneda nacional*.

Sustituido: *la* en lugar de *su*.  
Agregado: *del gobierno nacional*.

Eliminado: *del gobierno nacional*.

Sustituido: *la designación del presidente y los vocales* en lugar de *designar el presidente y los tres vocales*.

Sustituido: *los valores congelados que en lugar de las inversiones congeladas de*.  
Agregado: *le ofrezcan y que sean susceptibles de ser adquiridos por aquél*.

### Sanción del Honorable Senado

y el plan general de liquidación de las mismas.

Art. 12. — Después de cumplidas las disposiciones del artículo anterior y una vez apartados los fondos requeridos por el gobierno nacional a los fines del cumplimiento de artículo 5º de la ley de creación del Banco Central (ley número...) la Comisión Organizadora determinará ad referendum del Poder Ejecutivo, el monto definitivo del fondo de reserva del Instituto Movilizador destinado a posibles quebrantos, el que podrá invertirse, lo mismo que el capital, en valores nacionales o en bonos consolidados del tesoro nacional.

Art. 13. — La diferencia entre el monto inicial de la reserva constituida conforme al artículo 2º de la ley de creación del Instituto Movilizador, y el monto definitivo según el artículo anterior, será transferida al gobierno nacional, el que la destinará íntegramente a la cancelación de la deuda flotante bancaria.

#### *Transferencia gradual de las operaciones de cambio al Banco Central*

Art. 14. — La Comisión Organizadora aconsejará al Poder Ejecutivo la forma y oportunidad en que deberá transferir gradualmente el manejo de las operaciones de cambio al Banco Central, de común acuerdo con el mismo, el que se ajustará a las normas establecidas por aquél, entretanto se restablezca la libertad del mercado de cambios.

Art. 15. — En el Fondo de Beneficios de Cambio transferidos al Banco Central, de acuerdo con el artículo 4º de la presente ley, se acreditarán las diferencias entre el tipo de compra y el de venta de las divisas provenientes de las exportaciones, las que aun cuando el Poder Ejecutivo autorizara su venta en el mercado libre sólo podrán ser negociadas por los bancos o firmas autorizadas, así como las

### Sanción de la Honorable Cámara de Diputados

diciones de compra de dichos valores por el Instituto, y el plan general de liquidación de los mismos.

Art. 12. — Después de cumplidas las disposiciones del artículo anterior y una vez apartados los fondos requeridos por el gobierno nacional, a los fines del cumplimiento del artículo 5º de la ley de creación del Banco Central (ley número...) y del artículo 2º de la ley de creación del Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias (ley número...) la Comisión Organizadora determinará ad referendum del Poder Ejecutivo, el monto definitivo del fondo de reserva del Instituto Movilizador el que podrá invertirse, lo mismo que el capital, en valores nacionales o en bonos consolidados del tesoro nacional.

Art. 13. — La diferencia entre el monto inicial de la reserva constituida conforme al artículo 2º de la ley de creación del Instituto Movilizador, y el monto definitivo según el artículo anterior, será transferida al gobierno nacional, el que la destinará íntegramente a la cancelación de su actual deuda bancaria.

Art. 14. — La Comisión Organizadora aconsejará al Poder Ejecutivo la forma y oportunidad en que deberá transferir el manejo de las operaciones de cambio al Banco Central, de acuerdo con el mismo, el que se ajustará, mientras no se restablezca la libertad del mercado de cambios, a las normas establecidas por aquél.

Art. 15. — Igual.

### Modificaciones introducidas por la Honorable Cámara de Diputados

Sustituido: *Dichos valores* en lugar de *dichas inversiones*.

Sustituido: *los mismos* en lugar de *las mismas*.

Agregado: y del artículo 2º de la ley de creación del Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias (ley número...).

Eliminado: *destinado a posibles quebrantos*.

Sustituido: *su actual deuda* en lugar de *la deuda flotante*.

Eliminado: *gradualmente*.

Eliminado: *común*.

Sustituido: *mientras no* en lugar de *entretanto* y se altera el orden.

### Sanción del Honorable Senado

divisas provenientes de toda otra operación de cambios, y se debitarán:

- a) Las diferencias de cambio en los servicios de la deuda pública y demás remesas al exterior, el gobierno nacional y los gastos de la Oficina de Control de Cambios, según presupuesto aprobado por el Poder Ejecutivo;
- b) Las diferencias en contra que pudieran resultar entre el valor de compra y el de venta de los granos adquiridos por la Junta Reguladora de Granos; y los gastos de la misma aprobados por el Poder Ejecutivo; si la diferencia fuera a favor se acreditará a dicho fondo;
- c) Las diferencias de precio que el Poder Ejecutivo mediante organizaciones de emergencia que reputase conveniente, resolviere asignar directa o indirectamente a los productores agropecuarios, según el margen obtenido en la venta de divisas proveniente de la exportación del producto o grupo de productos a que se refieren dichas diferencias de precios; y los gastos de tales organizaciones aprobados por el Poder Ejecutivo.

Art. 16.— Los fondos no utilizados en la forma establecida en el artículo anterior podrán ser incorporados al Fondo de Divisas creado en el artículo 43 de la ley de presupuesto vigente, hasta que el Honorable Congreso decida su aplicación definitiva; también ingresará al mismo fondo el recargo de hasta 20 % sobre el importe de las monedas extranjeras correspondientes al valor de las importaciones sin permiso previo que deberá pagarse en divisas en los bancos autorizados antes del despacho a plaza de las mercaderías, conforme lo reglamente el Poder Ejecutivo y mientras se mantenga el sistema de los permisos previos de cambio.

### Sanción de la Honorable Cámara de Diputados

- a) *Igual.*
- b) Las diferencias en contra que pudieran resultar entre el valor de compra y el de venta de los granos adquiridos por la Junta Reguladora de Granos y los gastos de la misma aprobados por el Poder Ejecutivo. Si la diferencia fuera a favor se acreditará a dicho fondo;
- c) Las diferencias de precio que el Poder Ejecutivo mediante organizaciones de emergencia que reputase conveniente, resolviere asignar directa o indirectamente a los productores agropecuarios, según el margen obtenido en la venta de divisas o cambio extranjero provenientes de la exportación del producto o grupo de productos a que se refieren dichas diferencias de precios; y los gastos de tales organizaciones aprobados por el Poder Ejecutivo.

Art. 16.— Los fondos no utilizados en la forma prevista en el artículo anterior podrán ser incorporados al Fondo de Divisas a que se refiere el artículo 43 de la ley de presupuesto vigente, hasta que el Honorable Congreso decida su aplicación definitiva. También ingresará al mismo fondo el recargo de hasta 20 % (incluida, a los fines del cómputo, la diferencia que exista entre el tipo oficial y el del mercado libre) sobre el importe de las monedas extranjeras correspondientes al valor de las importaciones sin permiso previo, que deberá pagarse en divisas o cambio extranjero en los Bancos autorizados antes del despacho a plaza de las mercaderías, conforme lo reglamente el Poder Ejecutivo y mientras se mantenga el sistema de los permisos previos de cambio.

### Modificaciones introducidas por la Honorable Cámara de Diputados

Sustituido: “.” en lugar de “;”

Agregado: *o cambio extranjero.*  
Sustituido: *proveniente* en lugar de *provenientes.*

Sustituido: *prevista* en lugar de *establecida.*  
Sustituido: *a que se refiere* en lugar de *creado en.*

Sustituido: “.” en lugar de “;”  
Agregado: *(incluida a los fines del cómputo, la diferencia que exista entre el tipo oficial y el del mercado libre).*

Agregado: *o cambio extranjero.*

### Sanción del Honorable Senado

Art. 17. — El Poder Ejecutivo determinará los requisitos necesarios, incluso la declaración jurada, para establecer la índole de todas las operaciones de cambio, podrá requerir de los negociantes de cambio o los que intervengan como compradores, vendedores, intermediarios o en cualquiera otra forma en las operaciones de cambio, las informaciones sobre las mismas que juzgue conveniente, e inspeccionar todos los libros y documentos pertinentes.

Las multas a aplicarse en casos de infracciones o falsas declaraciones, de conformidad con la reglamentación dictada por el Poder Ejecutivo, no podrán exceder del décuplo de la operación realizada.

### Comisión de Divisas

Art. 18. — Créase con carácter transitorio la Comisión de Divisas bajo la presidencia del ministro de Hacienda o en su ausencia del subsecretario de Hacienda, compuesta de un representante ad honorem designado por cada una de las siguientes entidades: Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto, Ministerio de Agricultura, Banco Central o Comisión Organizadora mientras éste no se encuentre constituido, Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Unión Industrial Argentina y Centro de Importadores. El director de la Oficina de Control de Cambios tendrá acceso a la comisión, con voz pero sin voto.

Art. 19. — Son funciones de la Comisión de Divisas:

- a) Proponer al Departamento de Hacienda las normas para el otorgamiento y aplicación de los permisos previos de cambio por la Oficina de Control de Cambios y verificar el cumplimiento de las normas aprobadas por el mencionado departamento;
- b) Entender en las reclamaciones presentadas por los importadores a la Oficina de Control de Cambios

### Sanción de la Honorable Cámara de Diputados

Art. 17. — Igual.

Art. 18. — Créase con carácter transitorio la Comisión de Divisas bajo la presidencia del ministro de Hacienda o en su ausencia del subsecretario de Hacienda, compuesta de un representante ad honorem designado por cada una de las siguientes entidades: Ministerio de Relaciones Exteriores y Culto, Ministerio de Hacienda, Ministerio de Agricultura, Banco Central o Comisión Organizadora, mientras *aquél* no se encuentre constituido, Bolsa de Comercio de Buenos Aires, *Bolsa de Comercio de Rosario*, Unión Industrial Argentina y Centro de Importadores. El director de la Oficina de Control de Cambios tendrá acceso a la comisión con voz pero sin voto.

Art. 19. — Son funciones de la Comisión de Divisas:

- a) Proponer al *Ministerio* de Hacienda las normas para el otorgamiento y aplicación de los permisos previos de cambio por la Oficina de Control de Cambios; y verificar el cumplimiento de las normas aprobadas por el mencionado *ministerio*;
- b) Entender en las reclamaciones presentadas por los importadores a la Oficina de Control de Cambios y

### Modificaciones introducidas por la Honorable Cámara de Diputados

Agregado: *Ministerio de Hacienda.*

Sustituido: *aquél* en lugar de *éste*.  
Agregado: *Bolsa de Comercio de Rosario.*

Sustituido: *Ministerio* en lugar de *Departamento.*

Sustituido: *Ministerio* en lugar de *Departamento.*

**Sanción del Honorable Senado**

y aconsejar lo que juzgase conveniente al Departamento de Hacienda;

- c) Designar subcomisiones asesoras cuando lo juzgue conveniente.

*Disposiciones varias*

Art. 20. — La Comisión Organizadora someterá su presupuesto a la aprobación del Poder Ejecutivo. Los recursos necesarios se anticiparán de rentas generales, con cargo de devolución por el Banco Central y el Instituto Movilizador cuando éstos se constituyan.

Art. 21. — El procurador general de la Nación, lo mismo que los asesores en materia legal o técnica de los poderes públicos, dictaminarán a solicitud de la Comisión Organizadora.

Art. 22. — El Poder Ejecutivo dará cuenta al Congreso dentro del próximo período ordinario de sesiones, de la forma en que ha dado cumplimiento a las disposiciones de esta ley.

Art. 23. — Autorízase al Poder Ejecutivo, al promulgar la presente ley, a señalar en cada caso el número de las leyes citadas.

Art. 24. — Deróganse las disposiciones de otras leyes en cuanto se opongan al cumplimiento de la presente.

Art. 25. — Comuníquese al Poder Ejecutivo.

**Sanción de la Honorable Cámara de Diputados**

aconsejar lo que juzgase conveniente al *Ministerio* de Hacienda;

- c) *Igual.*

Art. 20. — Igual.

Art. 21. — Igual.

Art. 22. — Igual.

Art. 23. — Igual.

Art. 24. — Igual.

Art. 25. — Igual.

**Modificaciones introducidas por la Honorable Cámara de Diputados**

Sustituirlo: *Ministerio* en lugar de *Departamento*.