

LA FUNCIÓN ECONÓMICA DEL ALZA DEL DESCUENTO

“ La teoría clásica de la tasa del descuento es una de las más seductoras de la Economía Política. Su perfección satisface el espíritu. Ella ha permitido luchar de una manera eficaz contra numerosas crisis y prevenir más numerosas aún. Pero, como toda construcción doctrinal, como la geometría euclidiana, supone muchos postulados, de los que unos son evidentes y otros ocultos. Nada será más peligroso que retener las conclusiones descuidando o ignorando las premisas; porque una verdad que lleva a lo falso no es más que la forma más frecuente y temible del error.

“ Interesa, pues, sacar a luz las hipótesis o axiomas sobre los cuales se funda la teoría de la tasa del descuento y examinar lo que de ella subsiste en el mundo no euclidiano en que vivimos desde hace diez años.”

MAX HERMANT

(Causes et effets des variations du taux de l'escompte. — Revue Politique et Parlementaire, tomo CXXIV, año 1925, pág. 86)

INTRODUCCION

Antes de entrar al estudio del alza del descuento y su función económica, es indispensable que demos una explicación sobre el mecanismo de los cambios extranjeros, dentro de la brevedad que concilie la exigencia de no apartarse del tema propuesto con la necesidad metodológica de ajustarse a una base constructiva. Porque es en el terreno de los cambios extranjeros en que, esencialmente, aquella función se desenvuelve.

“A consecuencia de las transacciones internacionales, cierto número de habitantes de un mismo país se encuentran haber contraído deudas en favor de negociantes pertenecientes a países extranjeros, y a fin de ahorrarse la pena, el riesgo y el gasto de una expedición de numerario, estos habitantes, que forman como un

grupo de deudores, se ponen en busca de otro grupo de gentes al cual sean debidas sumas equivalentes por los países con los que los primeros han contraído compromisos. Cuando el grupo de deudores ha encontrado el grupo de acreedores correspondiente, le compra sus créditos y los aplica al pago de sus propias deudas extranjeras. Si el conjunto de las sumas debidas por cada uno de los dos países al otro, es absolutamente igual, es decir, si el importe de las deudas recíprocas es el mismo, si los vencimientos a que deben hacerse los pagos coinciden, si deben éstos efectuarse en moneda equivalente o idéntica, si, en una palabra, todas estas condiciones de identidad se hallan reunidas, no habrá dificultad en el arreglo del precio que los adquirentes de créditos deberán pagar a sus cedentes. Este precio consistirá sencillamente en una suma igual o hasta idéntica a la que debe pagarse al extranjero en virtud de los derechos cedidos. Si el importe de los créditos que unos necesitan comprar fuese siempre igual al de los créditos que los otros poseen y tienen necesidad al mismo tiempo de vender, no habría razón alguna modificadora de los precios, y no existiría, por consiguiente, fluctuación alguna en la tasa de los cambios extranjeros. Para hablar técnicamente, los cambios no saldrían nunca de la par. Pero al hacerse la suposición inversa, se llega, precisamente, al punto materia de la discusión.” (1)

Esta explicación esquemática de Goschen nos muestra como se opera el pago de las deudas internacionales, y al formular la hipótesis ideal de un equilibrio entre las mismas, insinúa la actual verdad de su desequilibrio.

Tenemos, en consecuencia, deudas y créditos (entre los habitantes de diferentes países), cuyos montos son desiguales entre sí; estas deudas se pagan y estos créditos se cobran por intermedio de papeles o efectos de comercio. Gide define muy bien el cambio cuando dice que “es el comercio de las letras de cambio”, excluyendo así las otras acepciones de la palabra. (2) En la generalidad de los casos, pues, el envío de numerario para cancelar las transacciones internacionales no se realiza y éstas se facilitan enormemente con las letras de cambio que evitan los gastos y peligros que la ne-

(1) Goschen, p. 55-57.

(2) Gide, p. 481.

cesidad de aquel envío acarrearía. “Si en una plaza hay un comerciante A, acreedor por cierta suma de otro B, residente en otra plaza, y si en esta plaza, hay al mismo tiempo un comerciante C, acreedor por la misma suma de otro D, residente en la primera, B tendría la obligación de mandar el dinero a A, de la segunda plaza a la primera y D tendría, asimismo, la obligación de mandar una suma igual, de la primera a la segunda. Esto importaría, para entrambos, un gasto a título de costo de transporte de un bien inco-modo, y de seguro contra riesgo de pérdida. Este gasto puede evitarse, si D compra en la primera plaza el giro de A contra B, extinguiéndose así la deuda de éste contra aquél, y lo manda a C en la segunda plaza, para extinguir su propio débito, pues, en esta plaza, C reclamará el pago del giro a B.” (3) El valor de las letras debería ser idéntico al de la suma que expresan, pero no es así; su valor, como el de todas las mercancías, sigue el ritmo de la oferta y la demanda que, a su vez, se determina por el estado de las deudas. Como dice Goschen, las fluctuaciones que en un momento dado se producen en los cambios extranjeros son, a la vez, el resultado necesario y la indicación cierta de las desigualdades entre las deudas recíprocas de los diferentes países, desigualdades que se manifiestan, ya en el conjunto de deudas, ya en el término asignado a los pagos, ya en las relaciones entre la moneda de un país y la de otro. (4)

Si por cualquiera de esos motivos, el monto de las deudas de un país hacia el extranjero es superior al de sus créditos, los papeles sobre el extranjero se cotizarán a más de la par, es decir, que los deudores de ese país deberán pagar un premio para saldar sus deudas. Si, inversamente, el monto de los créditos supera al de las deudas, la abundancia de papel sobre el extranjero determinará su cotización a menos de la par y aquellos deudores se beneficiarán con la diferencia entre la suma adeudada y el precio de la letra.

Cuando el papel sobre el extranjero se cotiza a más de la par, y en cuyo caso se dice que el cambio es desfavorable, los deudores abonarán el premio siempre que dicho premio compense equi-

(3) Pantaleoni, p. 315.

(4) Goschen, p. 57.

valentemente el gasto y el riesgo que se elimina con el no envío de numerario. Pero, cuando el quebranto que debe sufrir el deudor supera el gasto que quiere evitarse, la compra de la letra no tiene objeto y aquél salda su deuda en numerario. Es lo que, técnicamente, se llama el "gold point", punto del oro. Es el momento crítico en que se va a producir el éxodo de oro.

Tal situación tiene como causa principalísima el aumento de las importaciones y la disminución correlativa de las exportaciones. La armonía entre las mismas se ha roto como consecuencia de las compras inmoderadas al extranjero; la facilidad del crédito ha fomentado el espíritu de empresa más allá de sus justos límites y la especulación y el agio dominan el mercado. El intenso movimiento comercial reviste a la plaza de una apariencia engañosa de prosperidad que no es más que el anuncio de una crisis de empobrecimiento que llegará fatalmente si el remedio no es aplicado con la necesaria rapidez y energía. Este peligro está reflejado en el barómetro exacto del curso de los cambios. Al decir de Gide, "los banqueros están siempre con los ojos fijos en el curso del cambio, con la inquietud del marino que, temiendo una tormenta, no aparta su mirada de la aguja del barómetro". (5)

Los economistas clásicos no veían el peligro de la balanza comercial desfavorable; ellos creían en una regulación automática de los cambios. Gastón Jezé, para explicarla, pone el siguiente ejemplo: Supongamos que en un país y en un momento dado, las importaciones de mercaderías sean considerables y que las exportaciones sean deficientes. La consecuencia, para este país, será tener que tomar de su circulación monetaria una cantidad de oro o de plata para pagar en el extranjero el excedente de sus importaciones sobre las exportaciones; la circulación monetaria va a disminuir y va a haber una penuria de oro o plata que se traducirá en un aumento del poder adquisitivo de la moneda metálica, es decir, en una baja de los precios. Es sabido que cuando el poder de adquisición de la moneda aumenta, los precios disminuyen, puesto que indican el valor de las mercaderías medido por la moneda. Cuando esto ocurra, la baja de los precios en el mercado nacional, atraerá a los compradores extranjeros, en otros términos, van a desarrollarse las.

(5) Gide, p. 484.

exportaciones y su desarrollo va a traer el oro o a plata al país exportador; la circulación monetaria va, pues, a aumentar; el poder adquisitivo de esta moneda disminuirá y aumentarán los precios, lo que reducirá las compras por el extranjero, por consiguiente, las exportaciones. Y así sucesivamente. (6)

Este mecanismo automático no se acomoda a la realidad actual y no es más que el producto de teorizaciones no comprobadas. El curso de los cambios puede ser corregido, pero por la acción consciente y deliberada de los directores económicos de la nación. Aquí la Economía Política recobra su imperio como arte y dentro de la relativa eficacia de los correctivos de los cambios extranjeros, el alza del tipo del descuento ocupa el lugar de preferencia.

CAPITULO I

TASA DEL DESCUENTO. — Se llama descuento a la operación bancaria por la cual se compran títulos de créditos a corto plazo o especialmente letras de cambio, mediante un capital en moneda, y deducción hecha de un tanto por ciento por pago anticipado. (7)

Algunos autores se preocupan en hacer distinciones entre tasa del descuento, de "report" y del interés, circunscribiendo la primera cuando sirve para recuperar el importe de un documento antes de su vencimiento. (8) La distinción es exacta en cuanto técnica y estrictamente aquellas denominaciones sirven para expresar cosas distintas. En un régimen de Economía Pura, como dice Pantaleoni, el capital y la moneda son cosas enteramente distintas y el mercado de los préstamos de capital no es el de la moneda, pero existe un paralelismo necesario entre las variaciones del descuento y del interés. (9)

En una forma más simple, podemos decir que la tasa del descuento es el tanto por ciento que cobran los bancos por el adelanto que hacen de dinero sobre letras de cambio. En una palabra, es el

(6) Jézé, La tasa del descuento y la dirección de la moneda.

(7) Nitti, citado por Serra, p. 18.

(8) Serra, p. 18.

(9) Pantaleoni, p. 343. Goschen emplea indistintamente las expresiones "tasa del descuento" o "del interés", cuando se refiere a la primera.

precio del dinero y así puede decirse que el dinero está más o menos caro según sea el monto de la tasa.

ALZA DEL DESCUENTO. — En el capítulo preliminar hemos examinado sintéticamente la situación producida por una balanza de cuentas desfavorable: la amenaza de salida de numerario o el franco éxodo del mismo si no se opera enérgicamente sobre el curso de los cambios.

Contra tales males, el remedio clásico es el alza del tipo del descuento: apenas producida, la balanza comercial se torna favorable y el numerario, cambiando la dirección de su curso, afluye al país en abundancia. Simultáneamente se detiene la tendencia alista de los valores de bolsa y bajan los precios de las mercaderías en general. En síntesis, se modifica totalmente el estado de cosas que ha provocado el mal, porque “no es la situación efectiva de los cambios la que debe, en realidad, corregirse, sino el estado de cosas que los cambios se reducen a expresar.” (10)

Los directores de los grandes bancos, tendrían, pues, en sus manos, este recurso mágico para corregir el curso de los cambios y despejar el horizonte financiero oscurecido con la amenaza de una crisis. Y ahí está, precisamente, la seducción de la teoría.

Pero, estos resultados, que para algunos autores y bajo el supuesto de la concurrencia de varias condiciones, son una consecuencia casi infalible del alza del descuento, no corresponden exactamente a la realidad económica, y en las numerosas experiencias realizadas, ha sido no pocas veces desmentida.

No somos, sin embargo, pesimistas, en cuanto al éxito del recurso, en determinadas situaciones. Sólo queremos prevenirnos de una ilusión peligrosa, porque el mundo de los fenómenos económicos es profundamente complejo y sus reacciones no se producen con la exactitud y regularidad matemática del mundo de los fenómenos físicos.

La función económica del alza del descuento puede sintetizarse diciendo que ella tiene por objeto final la atracción de los capitales extranjeros y la retención de los nacionales en vías de emigrar, resultado que se habrá obtenido por la modificación del estado de los cambios, el alza del valor de la moneda y la baja del nivel

(10) Goschen, 182.

general de los precios, circunstancias éstas que operarán sobre la actividad productora de la nación.

Estas diferentes consecuencias son de una difícil discriminación; las unas repercuten sobre las otras, sufriendo una serie de acciones y reacciones recíprocas. Trataremos, sin embargo, de hacer un estudio*separado de cada una de las cuestiones enunciadas, en el anhelo de hacer más fácil la comprensión de tan delicados problemas.

CAPITULO II

LA ATRACCIÓN DE CAPITALS Y EL CURSO DEL CAMBIO. — Hemos visto cómo el estado desfavorable de la balanza internacional de pagos determina la salida de numerario a objeto de saldar las deudas en el exterior y debido a que resulta menos oneroso para el deudor esa solución que no la compra de efectos extranjeros, ya que éstos sólo se obtienen a un precio excesivamente elevado. En estas circunstancias, los banqueros del país que sufre esa balanza desfavorable elevarán el tipo del descuento. “Tan largo tiempo como sea efectiva una balanza contraria de comercio, dificultará la colocación de los efectos librados sobre el país en que las deudas son mayores, y favorecerá la exportación de las especies, en tanto que una tasa elevada del interés, que se produce generalmente al mismo tiempo que una exportación o que un temor de exportación de numerario, reanimará la demanda de efectos sobre dicho país y hará subir su valor en las demás plazas. Habrá una tendencia general a procurarse los medios de enviar capitales al mercado en que más se los aprecie.” (11)

Los capitalistas buscan, para colocar sus disponibilidades, el lugar en que la remuneración es más lucrativa. Supongamos que un país eleva la tasa del descuento a 6 0/0, en tanto que otro país, respecto al cual aquél se encuentra en estado de cuentas contrario, mantiene su tasa al 3 0/0; los capitales de este último tendrán tendencia a emigrar hacia el primero porque la colocación es más ven-

(11) Goschen, p. 184.

tajosa que en el propio; a su vez, la tendencia a emigrar que tenían los capitales del país que ha elevado su tasa, se ve detenida por la misma razón.

Inglaterra es uno de los países que más ha echado mano del alza del descuento para corregir el curso de los cambios y mientras la mayor parte de los bancos centrales ha mantenido su tasa estacionaria, el banco de Inglaterra la ha variado muchas veces. El recurso tiene gran aceptación entre los autores ingleses; Goschen, que en esta materia puede considerarse clásico, se muestra francamente partidario de su empleo y para explicar su mecanismo, dice: . . . “el alza del descuento en el banco va casi siempre seguida de un cambio favorable de los cambios, y recíprocamente, tan pronto como la tasa del interés baja, los cambios se muestran menos favorables. Esto quiere decir, en el primer caso, que existe una tendencia a la demanda de efectos sobre Inglaterra, como medio de colocar allí capitales, a fin de aprovechar de las tasas existentes; en el segundo caso, quiere decir que hay reacción, que se nos piden los efectos librados sobre las plazas extranjeras a fin de devolver el capital. Cuando la tasa del interés se eleva, es decir, en el primer caso, existen pocos compradores aquí para los efectos librados sobre las plazas extranjeras, porque los acreedores extranjeros dan a sus deudores tiempo, y prefieren esperar, para lucrarse con el interés de la tasa inglesa, que se supone ventajoso. En el segundo caso, cuando la tasa del interés baja, los acreedores extranjeros, no encontrando ya ventaja en dejar en suspenso la liquidación de sus créditos, piden el pago de las cuentas que había aplazado.” (12)

La elección de la tasa del descuento, como lo acabamos de ver, tiene la virtud de obrar sobre el mercado de cambios, pero es preciso hacer una distinción entre los efectos “cortos” y los efectos a plazo, porque aquélla, aunque produce las mismas consecuencias sobre ambos, lo hace por un mecanismo diferente.

Efectos “cortos”. — El hecho de existir una balanza comercial desfavorable determina, casi siempre, una escasez de numerario, y la elevación de la tasa del descuento viene a intervenir como factor coadyuvante de esa escasez, haciendo el dinero más caro aún.

(12) Goschen, p. 192.

Se produce, entonces, en la plaza, un estado general de “necesidad” de dinero y la demanda del mismo aumenta considerablemente. Luego, el empleo de los capitales en la plaza que ha elevado su tasa es más beneficiosa que en el exterior. Los que tienen deudas en el exterior tratarán de cualquier modo de retardar el envío de dinero a objeto de sacar partido de esa situación especialísima porque atraviesa el mercado colocando en él ventajosamente su dinero. Disminuirá, en consecuencia, la demanda de efectos sobre el extranjero. Correlativamente, los tenedores de letras sobre el exterior tendrán igual interés en procurarse numerario y tratarán de deshacerse de ellas. Aumenta, pues, la oferta. Deudores y acreedores están impulsados por el legítimo interés de emplear en la plaza su dinero y gozar del elevado tipo del descuento. Y si de un lado ha disminuido la demanda y de otro ha aumentado la oferta de efectos, es indudable que, de acuerdo a las leyes que gobiernan las variaciones de los precios, dichos efectos, bajarán rápidamente.

Efectos a plazo. — El comprador de esta clase de efectos no está determinado, como el comprador de efectos cortos, por la necesidad de saldar sus deudas con el extranjero, sino que lo hace como un medio de colocar sus capitales ventajosamente por el interés que las letras van a devengar. El tipo de descuento en las diferentes plazas tiene innegable influencia para determinar a los banqueros y negociantes a comprar efectos sobre una u otra plaza. Supóngase que la tasa del descuento en Londres es del 4 % y en París del 3 %. “Siendo más ventajosa la compra de efectos sobre Londres, los capitales disponibles serán empleados con preferencia en efectos sobre esa plaza. Por otro lado, se realizarán los efectos sobre París: se los presentará al Banco de Francia que los descontará al 3 %, y con el producido de la negociación, se descontará al 4 % efectos sobre Londres. Al mismo tiempo que la demanda de efectos sobre Londres aumentará, teniendo ventaja los portadores de esos efectos en dejarlos “madurar” en su cartera, la oferta será restringida.” (13)

De este modo, la elevación de la tasa del descuento en Londres viene a producir una depreciación de los papeles sobre París,

(13) Arnauné, p. 189.

que ha mantenido su tasa estacionaria, y el alza de los efectos sobre Londres. Digamos, de paso, que las variaciones de la tasa del descuento en una plaza, opera como si la tasa hubiera variado en sentido inverso en las plazas con quienes aquélla mantiene relaciones comerciales y que mantiene su tasa habitual. Así, el alza en Londres produce el mismo efecto que si la tasa de París hubiera bajado, y viceversa.

Tal es, en forma lo más simplificada posible, el mecanismo del alza del tipo del descuento sobre el mercado de cambios.

Ahora bien; estas diferentes fluctuaciones en el valor de los efectos extranjeros determina un movimiento de capitales hacia los países en que la tasa del descuento ofrece el aliciente de una ganancia mayor. Es la atracción de los capitales a que nos hemos referido anteriormente, atracción real y efectiva si el alza del descuento es lo suficientemente acentuada como para cubrir los gastos del envío y asegurar aún una ganancia. Un capital que en París “se alquila” al 3 % de interés, tendrá tendencia emigrar a Londres donde se “alquilará” al 4 o 5 %.

Es necesario tener siempre presente que en períodos normales coexisten en las distintas plazas tipos de descuento de apreciable diferencia en su monto. De acuerdo a la teoría expuesta, estas diferencias determinarían corrientes continuas de capitales hacia los lugares en que la tasa es más elevada en perjuicio evidente los que sufren el éxodo. Como dice Goschen, existe aquí una especie de misterio que ha atormentado mucha gente durante los diferentes períodos en que la tasa del interés en Londres traspasaba en fuerte proporción la tasa del interés sobre el continente. (14)

Cada mercado tiene una tasa que podemos llamar normal, establecida de acuerdo a su condición económica. Así, la tasa de París, cuya tendencia a permanecer estacionaria ya hemos anotado, es comúnmente del 3 % y sus variaciones son mínimas. En cambio, la tasa de Londres varía del 5 al 6 y 7 %, sin que la subsistencia de estas diferencias tenga apreciables consecuencias en cuanto al movimiento de capitales entre ambas plazas.

Existen numerosos factores que deben ser tenidos en cuenta y que, al mismo tiempo que desentrañan aquel misterio, “muestran

(14) Goschen, p. 199.

cómo la teoría tiene sólo valor esquemático, ya que simplifica los hechos de una manera excesiva.” (15)

“El punto en que se detiene las salidas de numerario o reaparece la “par del cambio”, no está marcado por la identidad de las tasas del descuento ni por su paridad teniendo en cuenta los gastos de exportación del oro, sino por su retorno a las cuotas particulares que corresponden a las situaciones económicas respectivas de una y otra plaza. Existe, en efecto, entre las tasas del descuento practicadas en los diferentes países, movimientos permanentes, resultantes de circunstancias múltiples: disponibilidades más o menos importantes proporcionadas a cada mercado por los capitales nacionales; proporción más o menos grande de los fondos prestados a corto término por el comercio, la industria, la banca, la bolsa; grado de productibilidad de los negocios; crédito del país en el mundo. Son movimientos normales que tienden constantemente a restablecerse por efecto de las transferencias de capitales y las compras de cambio que provocan variaciones más amplias en las tasas de descuento.” (16)

No existe en el mundo un mercado único de capitales y la interdependencia entre las diferentes plazas es sólo relativa. La política de variar la tasa del descuento persigue, las más de las veces, distintos objetivos en uno u otro país. En el período 1920-1921-1924, el Federal Reserve Bank, mantiene una política constante de elevar y bajar sucesivamente la tasa del descuento, pero al sólo objeto de salvaguardar su encaje metálico amenazado, sin tener en cuenta el movimiento de los capitales al exterior. En 1919, Londres precede a Nueva York en el alza para poner un freno al desenvolvimiento inconsiderado de los negocios. Luego, sigue a Nueva York en la baja, no para detener la crisis, sino para levantar la libra esterlina. “Se ve de una manera neta la especulación sobre el cambio contrariar los efectos de la diferencia de tasas de descuento.” (17)

Muchas veces los hechos aparecen como una justificación de la teoría clásica. En Junio de 1924, el Banco de Inglaterra eleva la tasa del descuento. Se produce, entonces, el acrecentamiento de

(15) Hermant, p. 91.

(16) Arnauné, p. 193.

(17) Hermant, p. 93.

las importaciones de oro en ese país y cesan las exportaciones. Sin embargo, no había una relación directa entre la tasa del descuento y el movimiento del oro, pues, encontrándose depreciada la libra, los capitales afluían con la esperanza de su retorno a la par. (18)

Es necesario, en consecuencia, desentrañar las verdaderas causas que, muchas veces, permanecen ocultas, y no ilusionarse con el aparente cumplimiento regular de las leyes formuladas.

CAPITULO III

LA MONEDA Y EL ALZA DEL DESCUENTO. — Expresa Goschen que cuando la exportación de numerario puede atribuirse a las variaciones en el valor del agente de la circulación, la cuestión de saber el modo de corregir los cambios desfavorables se confunde entonces con el examen de los remedios necesarios para reponer una circulación depreciada y restablecer el equilibrio. (19)

No es ésta la oportunidad de extenderse sobre la naturaleza del papel moneda convertible en oro, pero es necesario y basta, a nuestros fines, anotar algunas consideraciones.

En la mayoría de los sistemas monetarios actuales, incluso el argentino, el papel moneda circulante expresa la obligación, por parte de la institución emisora, de pagar en oro el valor indicado. En consecuencia, aquéllas necesitan y las leyes lo imponen muchas veces, tener un encaje metálico con el que harán frente a la posible demanda de convertibilidad. Este encaje debería corresponder exactamente al monto de los billetes en circulación; pero, como no es posible mantener inactiva en las arcas bancarias una cantidad tal de metálico, se ha establecido proporciones que varían según los países. De modo que las instituciones emisoras guardan una cantidad de oro menor pero proporcional al monto de los billetes emitidos.

Ahora bien; la depreciación de esa moneda se produce por la disminución del encaje metálico o la superabundancia de papel.

(18) Id., p. 95.

(19) Goschen, p.

Ambos supuestos son complementarios y casi siempre concurren simultáneamente.

Las grandes instituciones bancarias europeas pueden emitir billetes en cantidad ilimitada. Es la gran conquista monetaria moderna y lo que se llama la elasticidad de la moneda. Sin embargo, esta elasticidad que adapta la moneda a las necesidades del mercado está racionalmente limitada, por una parte, por esas mismas necesidades y por otra, por el grado de confianza del público. “La garantía metálica debe ser suficiente para mantener la confianza del público”. (20) Es la intervención del factor psicológico en el valor de la moneda.

La cantidad del medio circulante no debe sobrepasar las necesidades del mercado. La superabundancia de signos monetarios determina fatalmente su depreciación. La “unidad de valor,” que la moneda se limita a expresar es, entonces, menor y disminuye, por tanto, su poder adquisitivo. Esta situación es provocada por la emisión exagerada de billetes que no atiende ni a la actividad productiva de la nación ni a la garantía metálica existente. Roto, pues, el natural equilibrio entre los tres factores de cantidad, necesidad y encaje, la moneda bajará hasta el límite que le imponga la intensidad del mal que le aqueja y la eficacia de la terapéutica aplicada.

En estas circunstancias desempeña su papel el alza de los tipos bancarios de descuento. Este remedio para mantener la estabilidad de los signos monetarios constituye una política económica de viejos prestigios.

¿Cuál es el campo de acción propio del alza del descuento? ¿Influirá directamente en el valor de la moneda o la corrección de los cambios extranjeros repercutirá en aquél? Es ésta una cuestión previa que debemos dilucidar.

Dijimos con Goschen que “cuando la exportación de numérico puede atribuirse a las variaciones en el valor del agente de la circulación, se confunde entonces con el examen de los remedios necesarios para reponer una circulación depreciada”. Aquí se justifica aquella complejidad que anotamos de estos problemas y la dificultad que encontrábamos en hacer un estudio separado de cada uno de sus aspectos.

(20) Jézé, La tasa del descuento y la dirección de la moneda.

Hemos explicado el mecanismo de corrección de los cambios extranjeros por medio del alza del descuento, cuando presentaban una situación que conforme al tecnicismo clásico hemos llamado desfavorable. ¿Esta situación determina la depreciación de la moneda o ésta se ha producido por el curso desfavorable de la balanza de cuentas? Ninguno de ambos supuestos es inexacto.

Sabemos que cuando una balanza de comercio es manifiestamente desfavorable, se produce el éxodo del oro al exterior, porque los pagos internacionales no se efectúan sino por este medio. Este oro proviene de las arcas de los grandes bancos y de ese modo disminuye la garantía metálica del papel que han emitido. La suba de los precios provocada por la balanza desfavorable determina, por otra parte, una gran demanda de moneda que podemos llamar “necesidad artificial”, basada sobre todo en la especulación y el espíritu de empresa que la suba mencionada ha alentado. Reducido el mecanismo a un esquema más simple aún, nos encontramos con que disminuye el encaje y aumenta la circulación. Aquél quebranta la confianza del público y éste excede de las necesidades reales del mercado. Nada más es necesario para que la depreciación de la moneda se produzca.

Independientemente de estas circunstancias, puede producirse una emisión exagerada de billetes, debido a causas múltiples, como ser, las demandas de los gobiernos, la situación política o una extensión desmesurada del crédito que nada justifica. La depreciación de la moneda en que esos hechos concluyen, viene a influir en el movimiento general de las exportaciones e importaciones y a mostrar un curso de cambio desfavorable. Esta afirmación no tiene, en realidad, el consenso unánime de los autores, antes bien ha sido objeto de numerosas críticas por quienes, embañados en una tendencia llamada inflacionista, niegan tal repercusión perjudicial de la abundancia de moneda. La depreciación de la moneda, según ellos, constituye una prima para la exportación. Pero los efectos observados para llegar a esta conclusión tienen por causa esencial, no la multiplicación de la moneda fiduciaria, sino el “desajuste” pasajero entre los precios interiores cifrados en esta moneda y el valor real de los productos. “La ventaja invocada por los inflacionistas es, pues, momentánea, destinada a desaparecer rápidamente, a menos que emisiones a “movimiento continuo” no mantengan el

desequilibrio en estado permanente. Es inútil insistir sobre la locura de tal hipótesis.” (21)

La experiencia ha demostrado que la depreciación de la moneda tiene como consecuencia, sino inmediata, segura, el aumento de las importaciones y la disminución correlativa de las exportaciones, vale decir, un desequilibrio en la balanza de pagos. Lo menos que puede esperarse de un fenómeno que tiene como efectos más o menos inmediatos, pero ciertos, la incertidumbre sobre el cumplimiento de los contratos, el paro y el sufrimiento en todas las clases del pueblo. (22) Tal ambiente no es el más propicio para favorecer el comercio exportador que se alienta en la mayor actividad productora de la nación, la que, a su vez, descansa sobre la seguridad de las transacciones y de los negocios.

Con estas breves anotaciones, ya podemos entrar a considerar de lleno la función económica del alza del descuento en su influencia sobre la moneda.

De acuerdo a las bases apuntadas, podemos establecer que el alza del descuento obedece a dos objetivos primordiales: aumentar el stock de oro o restringir la circulación. Alrededor de éstos giran las otras consecuencias accesorias que la medida es susceptible de producir.

El primer objetivo corresponde a lo que se llama política exterior del descuento. La balanza de pagos desfavorable determina una disminución del encaje de oro que salvaguarda la emisión de papel. “Si un país continúa aumentando su deuda respecto de otro, poco a poco irán agotándose las existencias de oro, tanto en los bancos como en la circulación, y, finalmente, la cotización de la divisa extranjera subirá por encima del punto del oro. Pero antes de llegar a esto, el banco central habrá apretado el tornillo del descuento; es decir, habrá elevado el interés del dinero para moderar el espíritu de empresa en la nación y mover, por el espejuelo del mayor interés, a los capitales extranjeros a permanecer en el país. Así se protege las existencias de oro y así se procura la vuelta de las circunstancias normales. Sólo en épocas de catástrofes económicas y políticas puede fracasar alguna vez el remedio.” (23)

(21) Kempf, p. 29.

(22) Id., p. 32.

(23) Bendixen, p. 26.

Esta atracción de los capitales extranjeros ya ha sido estudiada en el capítulo anterior. La repetición es necesaria por cuanto aquí la contemplamos como medio de defender el encaje metálico de las instituciones emisoras y en vista de conservar la estabilidad de los signos monetarios. Como dice Bendixen, el oro es una mercancía que por su existencia abundante y su valor fijo, se presta como ninguna otra para saldar las deudas de país a país, y forma, por tanto, el lazo de unión entre los sistemas monetarios, que, por su naturaleza estatal, están ligados a las fronteras nacionales. (24)

Es la corrección de los cambios extranjeros. Pero el alza del descuento viene a corregir o, mejor dicho, a prevenir, simultáneamente, las consecuencias desastrosas que los cambios extranjeros producen en la moneda, porque, e insistiendo sobre lo que ya sabemos, si de un lado se retira oro del banco presentando billetes a la conversión y a objeto de enviarlo al exterior, y de otro se emiten nuevos billetes para evitar la contracción de la circulación que aquello implica, el encaje se vuelve tan insuficiente, que, fatalmente, quebranta la confianza del público. (25)

Sin embargo, conforme a los principios que hemos sentado anteriormente, el valor de la moneda no reside solamente en el stock de oro amonedado que garantiza al público la conversión en cualquier momento que sea solicitada. Antes bien, ese factor es secundario ante el factor cantidad. Aquél debe mantenerse en proporciones suficientes para conservar la confianza del público y en cuanto el oro es un medio de pago internacional, pero su disminución sólo acusa gravedad en ciertos límites y circunstancias. La cantidad de la circulación, en cambio, es el índice principalísimo de las variaciones en el valor de la moneda. Inglaterra nos ofrece un ejemplo magnífico para justificar estas aseveraciones. Hubo épocas, bajo el imperio de su viejo sistema monetario, en que el encaje metálico del banco central iba mucho más allá del 100 por ciento con relación a los billetes en circulación y, sin embargo, la moneda sufrió continuas y acentuadas depreciaciones. Es que, como dice Cosío exponiendo la doctrina del profesor Cassel, “un stock de mo-

(24) Id., p. 28.

(25) Jézé, La tasa del descuento y la dirección de la moneda.

nedas de oro en las cajas de los bancos centrales no posee un misterioso poder de infundir valor al papel” y que “en general, el valor no es una cualidad inherente a las cosas sino un fenómeno económico determinado por la escasez con relación a la demanda”, concluyendo en que “es por lo tanto una idea absolutamente falsa considerar el porcentaje de oro que garantiza la emisión de los bancos como un factor esencial para determinar el valor de la moneda”. (26)

El descuento no es más que una de las formas del crédito. Podría suponerse la existencia de un remedio en la limitación del crédito hasta una cantidad máxima más allá de la cual el banco no emitiría un solo billete; pero ésta es una medida de incalculables perjuicios para la industria y el comercio que no es posible adoptar. Entonces se apela a las variaciones de la tasa del descuento como índice regulador de las demandas de créditos. “El interés del dinero tiene aquí la misma función de los precios. La función económico-social de los precios es sólo ésta: procurar en todos los puntos una adecuada restricción de la demanda.” (27)

Tal es, pues, la función económica del alza del descuento: restringir los créditos, vale decir, las emisiones, para adecuar la cantidad de billetes a las necesidades económicas del comercio y la industria. El dinero “barato” implica una gran demanda de créditos. El dinero “caro” la detiene e inicia un proceso de desinflación. (En este punto se presentan interesantes cuestiones: bancos centrales y de emisión, monopolio, tasa oficial y tasa privada, etc., que trataremos más adelante).

Los bancos centrales siguen, pues, una política de alzas y bajas del descuento, de acuerdo al ritmo que le marcan las necesidades y las demandas, la situación de las industrias, etc.

CAPITULO IV

EL ALZA DEL DESCUENTO Y EL NIVEL DE LOS PRECIOS. — Uno de los efectos clásicos del alza del descuento es la baja del nivel ge-

(26) Pedro Cosío, p. 125.

(27) Id., Id., p. 123.

neral de los precios. Por una parte se produce la depreciación de todos los valores de bolsa y, por otra, la depreciación de todas las mercancías. El primero de los efectos señalados está admitido como infalible por la generalidad de los autores y confirmado por muchas experiencias; no así el segundo, que se presta a serias observaciones.

Como el alza del descuento provoca una escasez de dinero o, por lo menos, un acentuado encarecimiento, y el papel de comercio sobre el extranjero baja, según lo vimos en su oportunidad, los negociantes en valores de bolsa deberán también sufrir las consecuencias de esa carestía, pues, como el interés es demasiado alto para procurárselo por medio del descuento, apelarán a formas menos onerosas vendiendo los valores mobiliarios y títulos de renta que tienen en cartera, con la natural depreciación que este aumento de oferta tiene que acarrear.

Esta consecuencia del alza del descuento es, si se quiere, la más lógica de todas porque es en la bolsa, centro de innumerables negocios y especulaciones internacionales, donde las más pequeñas variaciones de la tasa del descuento se siguen con mirada vigilante y se toman como el índice seguro de una determinada situación económica.

Las bolsas de valores, como dice Decamps, ofrecen, en efecto, una receptividad más grande que las bolsas de mercancías a todas las influencias monetarias. El precio de los títulos es más fácil y más rápidamente impresionado por la abundancia de las disponibilidades, como no lo es el precio de los productos. ⁽²⁸⁾ La etapa anterior, de abundancia de numerario, había entrañado el alza de los valores y el uso excesivo del crédito. El cambio repentino en el mercado monetario coloca a los especuladores en situación difícil debiendo cumplir sus compromisos en otras condiciones que las previstas, de modo que “están obligados a liquidar su posición, y esas liquidaciones, agregándose a la abstención de los compradores, entrañan la baja de los precios”. ⁽²⁹⁾

Ahora bien; ¿qué consecuencias produce esta baja de los valores en cuanto al movimiento de los capitales, vale decir, cuál

(28) Decamps, p. 129

(29) Id., p. 241.

es el grado de éxito que tiene el alza del descuento en lo que respecta a la modificación de la balanza internacional de pagos?

El numerario, cuya dificultad de adquisición en el mercado monetario nacional es grande, viene a ser reemplazado por la concurrencia de los capitales extranjeros que se aplican a la compra de esos títulos y valores depreciados. Es una nueva riqueza que entra al país, convirtiéndose en una realidad el resultado que se buscaba.

El alza del descuento constituye, por otra parte, un freno para los especuladores de bolsa que provocaron el alza, siendo muchas veces, éste, el fin que principalmente se persigue; es decir, se busca la restricción del crédito para cierta clase de demandas: las de los corredores. Muchas grandes catástrofes financieras tuvieron su origen en el desenvolvimiento desmesurado de las negociaciones bolsistas fundadas en una abundancia artificial.

Más interesante se presenta la consideración del precio de las mercaderías en general porque sus variaciones están sujetas a múltiples causas y obedecen a un mecanismo más complejo; el asunto reviste también más importancia porque ese precio toca más de cerca los intereses generales de la colectividad.

Para la teoría clásica el alza del descuento presentaría aquí una manera de obrar tan simple como en el caso de los valores y títulos: los comerciantes, teniendo necesidad de dinero para el desarrollo normal de sus actividades y encontrándose difícil la obtención de crédito, apelarán a la realización de sus mercancías a cualquier precio. Ello, a su vez, producirá la atracción de los compradores extranjeros.

El problema no es tan simple y es necesario tocar algunas cuestiones. Debemos, antes que nada, conocer la relación existente entre el valor del dinero y el nivel de los precios y referirnos igualmente al costo de producción de las mercaderías. Del resultado obtenido surgirá la exactitud o inexactitud de la influencia preponderante que se asigna al alza del descuento en su función de determinar la baja de los precios.

El estudio de la causa de las variaciones de los precios es uno de los grandes problemas de nuestra ciencia y de los que más ardientes disidencias ha planteado entre los tratadistas. Ese estu-

dio se vincula estrechamente al del valor; en consecuencia, la oferta y la demanda, la utilidad, la deseabilidad, la rareza, el costo de producción, el valor y la cantidad de la moneda, etc., son bases de distintas teorías cuyo examen no es ésta la oportunidad de tentar. Sólo debemos referirnos a la relación entre los precios y el valor y la cantidad de la moneda, ya que, según lo establecido en el capítulo anterior, el alza del descuento opera sobre estos últimos.

Es innegable que existe una relación necesaria entre el valor de la moneda y los precios. La moneda no es más que una unidad abstracta de medida y el precio el valor de los productos, medido por la moneda. “Cuando los precios se elevan o bajan de una manera general, seremos siempre llevados a reducir el fenómeno al valor monetario.” (30) La ley de la variación de los precios en forma inversamente proporcional al valor de la moneda está unánimemente aceptada.

Hemos visto que el alza del descuento es un remedio contra la depreciación o la amenaza de depreciación de la moneda y hemos aceptado que la moneda varía de valor de acuerdo a la cantidad, lo que puede hacernos aparecer como influenciados por la llamada teoría cuantitativa, hoy desprestigiada. Expliquémosnos; no creemos que el valor de la moneda esté en relación constante con su cantidad, pero sí que la superabundancia origina una depreciación, lo que es diferente y está admitido por la gran mayoría de los economistas modernos. Luego, para ser lógicos con nosotros mismos, debemos establecer que el alza del descuento, en cuanto a correctivo monetario, es capaz de producir, como consecuencia mediata, una baja de los precios.

Las variaciones de la tasa del descuento, independientemente de la corrección monetaria, originan movimientos en sentido inverso en el monto de la circulación. Estas variaciones, tienen una influencia directa sobre el nivel de los precios?

Los adeptos de la teoría cuantitativa así lo creen. Para ellos, la tasa del interés sería un factor estimulante de las fluctuaciones en la vida económica. (31)

En las variaciones de la cantidad de la moneda concurre un

(30) Schmoller, p 383, t 3

(31) Bounitian, p 140

factor cuya presencia debe ser tenida especialmente en cuenta y que tiene la virtud de amenguar los efectos de aquellas variaciones: la velocidad de la circulación. Como dice Bouniatian, la cantidad de los instrumentos monetarios y su velocidad de circulación son elementos muy elásticos. La cantidad de los instrumentos monetarios fiduciarios (billetes, letras, cheques, etc.), puede ser aumentada fácilmente en límites bastante amplios como para satisfacer la creciente necesidad de medios de circulación, y ella se contrae automáticamente cuando la necesidad disminuye. Lo mismo; la velocidad de los instrumentos monetarios es susceptible de grandes cambios: aumenta cuando la circulación de los valores se vuelve intensa y baja cuando ésta disminuye. (32)

Según esto, la posible influencia del volumen de la circulación en los precios se ve contrarrestada por la velocidad de la circulación, que viene a llenar una función de adaptación de la cantidad de dinero disponible con las necesidades del mercado, elemento de armonía económica en tiempos normales, pero que en otras circunstancias viene a impedir el efecto útil que se persigue con el alza del descuento.

En tiempos de abundancia monetaria el público ha tenido la previsión de acumular ahorros que en tiempos de escasez ingresarán al movimiento circulatorio. De esta manera, el alza del descuento no reviste una influencia aparente en la circulación y, por ende, en el nivel de los precios.

Pero el alza del descuento significa una restricción del crédito. Dijimos que, para la teoría clásica, el alza del descuento presentaría el siguiente mecanismo: teniendo los comerciantes necesidad de dinero y encontrándose difícil la obtención de créditos, apelarán a la realización de sus mercancías a cualquier precio. Bouniatian, enemigo decidido de la teoría cuantitativa, buscando argumentos y sin negar el rol del crédito en la economía moderna, expresa que el dinero que se toma prestado no es más que un coadyuvante del capital propio y que los ciclos económicos son imaginables aún sin el crédito. (33) Desechando las posiciones extremas, la cuestión se reduce para nosotros a lo siguiente: O la velo-

(32) Bouniatian, p. 123.

(33) Bouniatian, p. 144.

cidad de la circulación aumenta y el público hace uso de sus ahorros disponibles, o estos ahorros no existen y la angustia de procurarse fondos es más fuerte que cualquier elevación de la tasa del descuento, en cuyo caso, y contrariamente a lo previsto por las instituciones bancarias, la demanda de créditos permanece firme. El afán de mantener la estabilidad de los precios hace olvidar el interés del dinero que se toma prestado. En estas circunstancias extremas, Hermant aconseja limitar el descuento a un máximo absoluto. ⁽³⁴⁾

Hay más aún; cuando los bancos elevan la tasa del descuento, la medida es tomada como un índice seguro de nuevas elevaciones y la prudencia impulsa a los comerciantes e industriales a descontar el interés fijado antes de que la carestía sea más acentuada.

En fin, otro factor que es susceptible de contrariar los efectos normales del alza del descuento es el costo de producción de los productos.

La restricción del crédito produce un estado de opresión financiera. Si, según acabamos de ver, en determinadas circunstancias no disminuye el uso del crédito con el alza del descuento, vale decir, si se obtiene dinero a elevado interés, éste constituirá un nuevo elemento en el costo de producción. Y esta consecuencia es suficiente, sino para contribuir al alza de los precios, por lo menos para evitar la baja.

Surge de estas consideraciones que diversas influencias contrarias vienen a obrar sobre los precios y que el alza del descuento sólo con la concurrencia de especialísimas condiciones determina la baja de aquéllos. Para que este resultado se produzca es necesario suponer que el equilibrio general del país no está turbado, que el volumen de la circulación está adaptado de larga fecha y por una larga experiencia a las necesidades y que éstas se proporcionan a la cantidad de la moneda. ⁽³⁵⁾

Y si, a pesar de los reparos señalados, la baja de los precios es alcanzada, ella tendrá la virtud de atraer los capitales extranjeros. Los bajos precios son un fuerte estimulante para los compradores del exterior al mismo tiempo que retiene a los compradores

(34) Hermant, p. 101.

(35) Hermant, p. 101.

nacionales en el propio país, es decir, constituyen una prima a la exportación y un freno a la importación. Ello, bajo la condición necesaria de que el nivel de los precios determine y preceda los movimientos del cambio, y no al revés. (36)

CAPITULO V

TASA OFICIAL Y TASA PRIVADA. — En el curso de nuestra exposición nos hemos referido constantemente a los bancos centrales e instituciones de emisión como investidos del supremo poder de accionar a su antojo sobre el mercado monetario por medio del alza del descuento, provocando la abundancia o la carestía según lo exijan las condiciones económicas de la plaza.

Todo lo que hemos dicho acerca de la función económica del alza del descuento y de su éxito está sujeto a que dicha alza no sea una mera afirmación teórica de los bancos centrales, sino una verdadera realidad en cuanto a su eficacia para determinar la suba general del tipo de “alquiler” de los capitales. Porque no es la elevación de la tasa del interés en el banco central la que determinará la entrada de los capitales extranjeros mejorando el curso del cambio y las condiciones monetarias; es indispensable que todo el mercado sufra una transformación paralela a la modificación de la tasa. Luego, cualquier elevación de la tasa del descuento será ineficaz si no ha sido practicada cuando la economía general ofrece perspectivas favorables a su influencia.

La primera contradicción que encontramos es, por de pronto, la política del descuento que siguen los bancos centrales en épocas normales. Ellos mismos efectúan descuentos utilizando dos tasas distintas llamadas tasa oficial y tasa privada o tasa libre del mercado. La primera se aplica a los papeles comunes de comercio que no ofrecen una garantía calificada y la segunda al denominado “buen papel” en consideración a la bondad de sus firmas.

Para Ansiaux, la coexistencia de estas dos tasas no es una derogación del principio económico según el cual, en un momento

(36) Hermant, p. 102.

dado, no hay más que un solo precio sobre un mismo mercado. La uniformidad del precio del mercado en una época determinada no se extiende, en efecto, más que los artículos de idéntica calidad. ⁽³⁷⁾ De más está decir que la tasa privada es siempre inferior a la tasa oficial. La tasa privada es la que aplican generalmente las instituciones particulares de crédito. Sin embargo, las tasas no tienen una rigidez inflexible; los bancos conservan la facultad de hacer pequeñas variaciones en atención a la calidad del papel presentado al descuento.

En este sentido, la institución característica es el Banco de Inglaterra que cuando eleva su tasa oficial indica al público las condiciones monetarias del mercado pero se reserva el derecho de aplicar una tasa más benigna a su clientela especial y en general al papel de primer orden. El Banco de Francia, por el contrario, se ha caracterizado en todas las épocas por la uniformidad de su tasa para toda clase de letras. Esta diferente política tiene un principio de explicación si se recuerda que el Banco de Francia sólo descuenta letras que lleven tres firmas abonadas y que su tasa de descuento es casi siempre, con relación a las otras plazas, excesivamente baja. Hubo épocas en que el Banco del Imperio Alemán practicó también el primer sistema, pero dejó de hacerlo a consecuencia de las reclamaciones de la masa de tomadores que sostenían que un establecimiento privilegiado debía un tratamiento igual a todo el mundo. ⁽³⁸⁾

Pero lo esencial en esta cuestión reside en la tasa privada conforme a la cual efectúan sus operaciones las instituciones particulares. El alza de la tasa oficial del descuento será impotente para atraer los capitales extranjeros si no ha conseguido influir en la tasa privada. Los capitales afluyen acicateados por el alto interés reinante en la plaza y para emplearse solamente en papel de primer orden. Es necesario, entonces, que el alto interés rija también para esa clase de papel. Es de hacer notar que, a veces, la diferencia entre ambas tasas acusa proporciones considerables.

Debemos averiguar, entonces, las causas de esta diferencia de tasas e investigar el grado de influencia que tienen los bancos centrales sobre las instituciones particulares.

(37) Ansiaux, p. 111.

(38) Ansiaux, p. 112.

Los bancos libres, en contacto más directo con las empresas comerciales, industriales y financieras del país, son más sensibles a la presión del crédito que los grandes bancos de emisión. El movimiento del descuento libre precede, en general, al del descuento oficial. (39)

Los bancos particulares, por otra parte, deben sostener una competencia desventajosa con los bancos centrales y apelan, entre otros medios, a la tasa baja del interés para extender la cantidad de sus operaciones. Deben, asimismo, buscar colocación para sus ahorros disponibles y no dejar inactivo el monto de sus depósitos que constituye para ellos un nuevo elemento regulador de la concesión de créditos. A ello debe agregarse la competencia que se hacen entre sí los bancos particulares y los acuerdos que celebran para mantener en la plaza un determinado tipo de interés. Todo lo cual contribuye a la existencia de una tasa del mercado que, muchas veces, se desentiende en absoluto de la tasa oficial; es que, como dice Decamps, las variaciones del precio del alquiler de los capitales sobre un mercado dado no son ordenadas por el sentimiento; ellas resultan de la situación respectiva de las disponibilidades y de las necesidades. Si las disponibilidades son abundantes y las necesidades poco importantes, los prestamistas estarán obligados a reducir sus pretenciones y la tasa del crédito será baja; si la situación es inversa, si las disponibilidades son raras y si hay grandes necesidades, el dinero será caro. (40) No es otra cosa que el cumplimiento de la ley de la oferta y la demanda.

Por su parte, los bancos de emisión se encuentran colocados en una situación especialísima. Son instituciones oficiales a las que el Estado ha concedido un monopolio, el más grave e importante de todos los monopolios económicos, con la enorme responsabilidad de controlar la circulación monetaria. La simple enunciación de sus funciones es suficiente para suponer con verdad que sus operaciones se desenvuelven dentro de la severidad y de los límites impuestos por la ley y el mejor cuidado de los altos intereses sociales de que son depositarios.

Así como los bancos particulares se preocupan de sus depó-

(39) Van Elewyck, citado por D'Angelo, p. 155.

(40) Decamps, p. 252.

sitos para regular los créditos, el banco de emisión debe preocuparse del encaje metálico; al descontar letras no hace uso de un dinero preexistente, sino lo emite, es decir, lo crea, conforme lo permita el monto de aquel encaje. Sus operaciones de descuento han de tener la máxima seguridad, eliminando, en lo posible, el factor riesgo. Es por esto que los bancos centrales, en tiempo de carestía de numerario, vienen a ser los proveedores de los bancos particulares, practicando lo que más bien se llama operación de redescuento. Así se explica que la tasa oficial se mantenga, por lo general, más elevada que la tasa privada, o sea, que aquélla no expresa, en realidad, la verdadera tasa que impera en el mercado de los capitales.

Y en esta forma, el recurso de corrección de los cambios y del mercado monetario que habíamos encontrado en el alza del descuento parece condenado a un fracaso irremediable. Sin embargo, las recíprocas influencias entre ambas tasas son considerables. La preeminencia de éstas o la fuerza de aquellas circunstancias anotadas determinará en cada caso el resultado.

Al decir que los bancos de emisión se constituyen en proveedores de los bancos particulares hemos señalado un preponderante factor de influencia que permite a aquéllos accionar sobre la tasa privada y precederla. En efecto, si un banco descuenta en el banco central a un determinado interés, al emplear el capital así obtenido en nuevos préstamos, no lo hará a un interés que le signifique una pérdida sino al interés que le proporcione una ganancia. Esto ocurre, es cierto, en épocas de carestía, pero es, precisamente, lo que nos interesa constatar, pues es la circunstancia en que la imposición del remedio se hace necesaria. Es entonces cuando los bancos particulares recurrirán al banco central, cuando las escasas disponibilidades con que cuentan no son suficientes para hacer frente a la gran demanda de créditos. El banco central, por el contrario, con sus grandes depósitos y el recurso poderoso de la emisión de billetes, se encontrará en condiciones de prestar la ayuda necesaria, tomando, de este modo, el control monetario que le es indispensable para imponer su tasa en el mercado.

Se cumple, una vez más, la ley de la oferta y la demanda. El banco central no ha hecho otra cosa que fijar la tasa que co-

responde a la verdadera situación del mercado: el monto de las disponibilidades y la cantidad de las necesidades. Como dice León Say, cuando el banco central eleva la tasa del descuento, no hace más que constatar la situación real: él no vuelve los capitales más caros; constata solamente que lo son. (41)

Además, los bancos centrales cuentan con recursos para obligar a los bancos particulares a aceptar su tasa, creando una escasez artificial. Alemania proporciona un ejemplo interesante. En 1908 y cuando el distanciamiento de las tasas era por demás acentuado; como el Reichsbank estaba provisto abundantemente y quizás con exceso de bonos del tesoro, se sirvió de esos títulos de la deuda flotante que hacía descontar sobre el mercado para atraerse una fracción suficiente de los capitales existentes para provocar así una penuria artificial y traer la tasa privada a la tensión deseada. (42)

Otro medio consiste en la elevación del tipo de interés que abonan por los depósitos, que es, por lo general, la base del tipo del descuento. De esta manera, los bancos particulares tendrán que elevar también ese interés para hacer frente a la competencia y como esto implica un aumento de gastos, buscarán resarcirse por una elevación simultánea de la tasa del descuento. (43)

En fin, la organización de los bancos centrales será un factor decisivo de su influencia en el mercado monetario. Esta influencia está notablemente acrecentada cuando se ha adoptado el sistema del monopolio de la emisión por una sola institución central y que es el imperante en los principales países de Europa. El sistema que rige en Estados Unidos impide la acción eficaz del alza del descuento porque supone un acuerdo entre los diferentes bancos de emisión, lo que ya es una gran dificultad, pues cada institución procede conforme a la situación especial en que se encuentre, siendo difícil imponer la postergación de sus intereses particulares a los intereses de la economía general.

El banco de Inglaterra no siempre ha tenido la dirección del mercado por la concurrencia de los bancos particulares en cuanto a las operaciones de descuento y, principalmente, por su rígido sistema monetario que, arrancando de la Peel Act, le imponía la obli-

(41) Citado por Decamps, p. 256.

(42) Ansiaux, p. 131.

(43) Ansiaux, p. 131.

gación de mantener una fuerte garantía metálica. Hoy, con la reforma sancionada en 1928, puede emitir billetes con una garantía metálica ínfima y ejercer, en consecuencia, una influencia preponderante en el mercado de los capitales.

Parecido papel desempeña el Reichsbank y con un carácter más acentuado aún, el Banco de Francia. Éste no tiene la obligación legal de conservar un encaje metálico proporcional al monto de la emisión y, por otra parte, se mezcla más directamente que el Banco de Inglaterra y que el Reichsbank en el movimiento de los negocios. (44)

De lo expuesto, y resumiendo, podemos concluir diciendo que el alza del descuento por los bancos centrales sólo tiene eficacia cuando precede y dirige a la tasa privada, que los capitales extranjeros que buscan colocación ventajosa necesitan, para trasladarse de una plaza a otra, que la suba del tipo de interés sea general y efectiva y que esto se consigue cuando los bancos no han procedido arbitrariamente sino de acuerdo a las verdaderas condiciones del mercado.

CAPITULO VI

EL RIESGO. — La elevación de la tasa del descuento, previo cumplimiento de las condiciones apuntadas y concurrencia de las circunstancias propicias señaladas, surtirá el efecto buscado de atraer los capitales, a menos que no intervenga un factor que no hemos contemplado todavía: el riesgo.

La tendencia general de los capitalistas está en buscar a sus disponibilidades un conveniente empleo dentro del propio país. Se cumple así una mejor fiscalización y contralor de las operaciones económicas de inversión o, cuando más no sea, se satisface la razón de orden puramente sentimental que determina a dejar los capitales en la propia patria. La presencia en el lugar donde se realizarán las actividades financieras, proporciona por sí sola una gran tranquilidad.

(44) Decamps, p. 260.

Por lo tanto, es necesario que el medio empleado para atraer los capitales extranjeros esté dotado de la suficiente energía para contrarrestar las influencias que trabajan en contra de su emigración.

El país que ha elevado la tasa del descuento debe presentar a los capitalistas del extranjero una economía general sana y una situación fiscal, política, etc., que proporcione la seguridad en el desarrollo de las actividades y en el retorno oportuno de los capitales.

La influencia de la legislación sobre el movimiento de los capitales es considerable, bien que ella contraría, a menudo, el libre juego de los principios económicos. Cuando varios Estados de la Unión americana, en las épocas de escasez y depresión, promulgaron leyes que ponían trabas a la cobranza de créditos y a la ejecución de bienes hipotecarios, las compañías de seguros, los banqueros y las otras clases de prestamistas, rehusaron naturalmente continuar sus adelantos en los territorios donde estas leyes estaban en vigor, retirando tan pronto como les fué posible los capitales ya adelantados, resultando que aquellos prestamistas que consentían continuar corriendo los riesgos, elevaron considerablemente la tasa del alquiler del dinero. ⁽⁴⁵⁾

De modo que existiendo un riesgo en la colocación de capitales, se produce uno de estos resultados: o los capitales se retraen, o la tasa del interés sube considerablemente como compensación del riesgo corrido. Lo cual demuestra la importancia que tiene el factor riesgo sobre la tasa del descuento.

La calidad de la moneda es elemento esencial para el cálculo de los riesgos. Debe existir confianza en la estabilidad de su valor al mismo tiempo que en la conversión. La amenaza o el temor del curso forzoso es suficiente para impedir la entrada de los capitales.

Al decir de Hermant, en el régimen normal, una débil variación de la tasa del descuento puede determinar una afluencia de capitales extranjeros, pero no es lo mismo en un período de inestabilidad monetaria; si la moneda puede perder 20 o 30 % de su valor en algunos días, los capitales extranjeros no correrán un riesgo tal para asegurarse una remuneración suplementaria de 1 a

(45) Serra, p. 51.

2 % anual. “En el lenguaje de la geometría analítica, se diría que es preciso imaginar una dimensión suplementaria, para tomar en cuenta la introducción, en las fórmulas, de una nueva variable, qué es el valor cambiante de la moneda.” (46)

Por más acentuada que sea la elevación de la tasa del descuento, no conseguirá atraer a los capitales si la situación del país inspira desconfianza. Con intervalo de casi medio siglo, Inglaterra nos proporciona dos ejemplos aleccionadores. En 1886, luego de un profundo sacudimiento en el mercado de Londres y encontrándose suspendidos los efectos del Acta de Roberto Peel, la tasa del descuento se eleva en Londres al tipo desusado del 10 %. En 1914, la tasa se encuentra también al 10 % cuando se atravesaba por los gravísimos momentos de iniciarse la conflagración europea. En ninguna de estas circunstancias los capitalistas extranjeros se encontraron dispuestos a colocar sus disponibilidades en Inglaterra, a pesar del tentador interés que se ofrecía, pues la situación había borrado la confianza en la plaza, sobre todo en el primer caso, cuando se encontraban suspendidos los efectos de una ley que era la garantía de convertibilidad.

En 1921, cuando la tasa del descuento en la República Argentina oscilaba entre 6.50 y 7 %, el Banco de Inglaterra rebaja la tasa del 6.50 al 6 %. La superioridad de nuestra tasa con respecto a la inglesa hizo abrigar fundadas esperanzas de que los capitales ingleses que empezaban a liberarse de las elevadas tasas que rigieron durante la guerra, tomaran la dirección de la Argentina. Sin embargo, este resultado favorable se vió impedido por la poca confianza que existía en Inglaterra por los negocios que se emprendían en nuestro país, tomándose como índice los pésimos balances presentados por las compañías ferrocarrileras formadas por capitales ingleses, conforme lo había previsto Carlos Alfredo Tornquist en un interesante reportaje del diario “La Razón”. (47)

Otras veces, la desconfianza de los prestamistas no tiene otro fundamento aparente que la propia elevación de la tasa del descuento. La medida de defensa monetaria que significa el alza está indicando la existencia de un mal susceptible de reagravarse y puede aparecer como manifestando el temor de nueva depreciación de

(46) Hermant, p. 90.

(47) “La Razón”, 25 de Junio de 1921.

la moneda y producir, en consecuencia, los mismos efectos que esta depreciación. ⁽⁴⁸⁾

Se puede establecer, en consecuencia, que a igualdad de tasas y de riesgos, los capitales se quedan en el lugar de su procedencia; que a tasas diferentes, tienen tendencia a emigrar al lugar en que la tasa es mayor siempre que los riesgos sean paralelos; siendo el riesgo grande es necesario el aliciente de ganancias extraordinarias, es decir, una tasa elevadísima, para que los capitales se decidan a correrlo.

¿LA TASA DEL DESCUENTO ES UN REMEDIO MOMENTÁNEO? — Max Hermant, en todo el curso de su interesantísima monografía, no puede disimular su pesimismo en cuanto al éxito del alza del descuento como remedio para una balanza de pagos desfavorable; expresa que el dinero o capital atraído no es más que prestado y sólo se consigue un remedio momentáneo y que de todas maneras y aún en el caso más favorable, el beneficio realizado por los compradores extranjeros representa una disminución neta de la riqueza nacional. ⁽⁴⁹⁾ Esas objeciones no son nuevas; Goschen ya las había previsto y contestado: el país puede hacer como un individuo que, aguardando sus rentas, toma prestado para franquear el intervalo. Ofreciendo una tasa de interés más elevada podrá obtener una prolongación de crédito hasta que por el curso natural de las cosas pague su balanza con un aumento ulterior de sus exportaciones. ⁽⁵⁰⁾

Se supone que el estado desfavorable de la balanza de cuentas obedece a circunstancias transitorias y que serán salvadas en un intervalo de tiempo. Es por ello también que las elevaciones de la tasa del descuento en gran parte de las experiencias realizadas, se efectúan en carácter pasajero; pasado aquél se volverá de nuevo a la tasa más baja apropiada para las épocas de normalidad. Se dice que aquello no es más que una prolongación del vencimiento y que parecida operación grava forzosamente el pasivo de reglamentos de cuentas ulteriores. ⁽⁵¹⁾ Efectivamente, si es que no ha desaparecido la causa que motivó el mal, en cuyo caso se apelará de nuevo a

(48) Hermant, p. 95.

(49) Hermant, p. 87.

(50) Goschen, p. 186.

(51) Ansiaux, p. 114.

la medida sosteniéndose todo el tiempo que sea necesario. En todo caso, el ejemplo de Inglaterra, “la madre patria de una racional política del descuento” (52) nos enseña con harta frecuencia el buen sentido y las excelencias de subir y bajar alternativamente la tasa del descuento conforme lo exijan los balances de cuentas.

En ciertas circunstancias, franquear el intervalo peligroso es salvar la situación. (53) Un balance de cuentas desfavorable constituye un ambiente propicio para los descalabros monetarios. Impedirlo por medio del alza del descuento, es presentar al correctivo en su más alto grado de importancia. (54)

CAPITULO VII

INCONVENIENTES DEL ALZA DEL DESCUENTO. — El alza del descuento no debe concebirse como una moneda corriente y de la que puede hacerse uso a discreción. No; el alza es solamente un remedio para una situación anormal porque atraviesa el mercado, un mal necesario, que deberá hacerse cesar en cuanto los resultados buscados han sido obtenidos. El tipo elevado de interés, con carácter permanente, salvo extraordinarias excepciones, es una política de peligrosas consecuencias. Y aún como medida temporaria, es indispensable poseer la máxima discreción con la constatación de que la economía enferma es capaz de resistir su aplicación.

Los inconvenientes que el alza del descuento es susceptible de presentar ya han sido insinuados en diferentes partes de este trabajo; debemos ahora insistir sobre ellos tratando de asignarles su verdadero alcance.

El alza del descuento es una medida que el comercio y la industria temen en grado sumo. Su anuncio por los bancos centrales es el anuncio de un período de tirantez económica que colocará a aquéllos en una penosa situación: la restricción del crédito en los momentos en que se hace sentir su necesidad en forma más intensa.

(52) Cosío, p. 127.

(53) Ansiaux, p. 115.

(54) Id., Id.

A ello se debe las protestas que en numerosas situaciones la medida ha levantado.

Dice Jezé que el Banco puede verse colocado en la alternativa siguiente: O poner en peligro el sistema monetario, o provocar una crisis económica. Agrega el ilustre financista que el sistema monetario debe ser salvaguardado ante todo, cueste lo cueste, aún al precio de una crisis económica grave. El desquiciamiento de la moneda acarrearía, en efecto, catástrofes generales, comparadas con las cuales una crisis económica, por grave que fuera, para algunos, sólo tendría consecuencias saludables. ⁽⁵⁵⁾

El dilema que se presenta a los productores es grave y puede ser de fatales resultados. O descuentan al tipo elevado que se les ofrece el dinero o se ven obligados a efectuar liquidaciones ruinosas. Si lo primero, aumenta considerablemente el costo de producción de los artículos con el peligro de una disminución del consumo. Si lo segundo, venderán los productos a menos que el precio de costo. La enunciación de ambos supuestos pone de manifiesto el perjuicio que puede ocasionarse a la clase productora de la nación con una inconsulta o importuna elevación de los tipos de descuento.

En Octubre de 1929 y en el empeño de encontrar pronto remedio a la notable depreciación de la peseta española, se insinuó la conveniencia de ensayar el alza del descuento, a imitación de la constante política monetaria de Inglaterra. Entre las muchas voces de protesta que el propósito levantara, ninguna de tanta elocuencia como la de Ramón Olazcoaga, cuyas palabras merecen reproducirse íntegramente:

“El experimento de la última alza del tipo que actualmente rige, el cinco y medio para el descuento y seis y medio para los préstamos, no es propiamente el más alentador a los efectos útiles, que no se han visto por parte alguna, mientras los inconvenientes y perjuicios previstos se han confirmado ostensiblemente. La mejora del cambio de la peseta, cuya defensa es el principal argumento para el alza de los tipos de descuento de interés, continúa igual si no peor que antes del decreto. Aparte de la defensa del cambio, hay otros móviles que pueden inducir a los países a encarecer ban-

(55) Jezé. El aumento de la tasa del descuento en Inglaterra.

cariamente el dinero, tales, como poner freno a la especulación desbordada y contener el éxodo de los capitales al extranjero en buses de un más alto interés. Estas circunstancias y otras de carácter político, concurren en Gran Bretaña, donde es necesaria la elevación del descuento, pero ninguna de ellas, afortunadamente, manifiestan en España una intensidad relativa. Aquí la especulación bursátil no alcanza proporciones desusadas que impliquen trastornos generales, y la salida de capitales tropieza con el obstáculo de la depreciación actual de la peseta. Para la situación presente de la economía española es contraproducente y pernicioso el encarecimiento del dinero, pues atravesamos por un período de construcción nacional, de transmutaciones mejorativas, de realizaciones largo tiempo reclamadas, y no es cosa de, en vez de animar y facilitar la continuidad del esfuerzo, entorpecerlo, haciendo caro y difícil hallar dinero. Aparte de esto, los precios en general son altos y los gravámenes fiscales bastante numerosos, para añadir un nuevo elemento al costo de producción.” (56)

Tales conceptos muestran con evidencia la grave responsabilidad que pesa sobre los directores de los grandes bancos. Antes de elevar el tipo del descuento deberán auscultar la situación general del mercado y medir la intensidad del mal que se pretende remediar para no producir un mal mayor con el advenimiento de una crisis. Si existe un peligro real de desquiciamiento monetario, no habrá más que imponer el sacrificio, siempre que el recurso cuente con probabilidades de éxito, so pena de hacerlo estérilmente.

En ciertas circunstancias, es posible amenguar los efectos desastrosos que el alza puede producir en las industrias y el comercio, a base de una selección de la clientela para el otorgamiento de los créditos, en forma de aplicar una tasa menos elevada a las clases productoras. En esa forma se procedió en Nueva York en la reciente crisis de 1929 para no afectar seriamente a las industrias, habiendo dado los bancos constante preferencia a los clientes industriales y comerciales, para los cuales sólo en último término se elevó la tasa al 6 0/0, que no es onerosa en períodos de prosperidad. (57)

(56) “La Nación”, 17 de Octubre de 1929.

(57) Situación Económica, etc. Diciembre 1929, p. 178.

La elevación de la tasa de descuento puede producir en el mercado una impresión desfavorable sembrando la desconfianza entre los capitalistas que se negarán a enviar sus disponibilidades a pesar de la perspectiva de grandes ganancias. Es que, como ya lo hemos dicho, aquélla puede aparecer como manifestando el temor de una depreciación monetaria y producir los mismos efectos que esta depreciación. Los capitales extranjeros dudan en dirigirse hacia los países en que se desarrolla una crisis que presenta los primeros síntomas de una crisis monetaria y su hesitación viene a provocar el efecto que el movimiento natural habría evitado. (58) Razón de más que obliga a los banqueros a abstenerse de elevar las tasas cuando el ambiente no ofrezca las garantías de seguridad indispensables, evitando así las consecuencias contradictorias anotadas que, en vez de evitar la crisis o amenguar sus efectos, la precipitan o agravan.

Por último, debemos insistir sobre lo que ya dijimos, que el alza del descuento, provocando la entrada del numerario por los altos intereses que devengarán, viene a constituir una fuente de ganancias para el extranjero y una disminución de la riqueza nacional, al mismo tiempo que convierte al país en deudor del extranjero. Como dice Bendixen, tener deudas crea una relación de dependencia. (59) Y así como consigue una prolongación de los créditos para un momento más favorable, puede ocurrir que los vencimientos se presenten cuando la situación es menos propicia. Es la experiencia de su propio país que el citado autor pone de ejemplo. Una elevación de la tasa del descuento en Alemania provocó la entrada de capitales ingleses, pero cuando menos se esperaba, Inglaterra exigió por diversas causas la devolución del dinero adelantado. La consecuencia fué que el tipo de descuento del banco oficial alemán subiera vertiginosamente, recurso inútil, pues el Banco de Inglaterra hizo lo propio. El curso de los efectos a la vista sobre Londres excedió considerablemente el punto de oro y hubo que sufrir una fuerte exportación de numerario.

De lo expuesto se deduce que el alza del descuento puede producir los resultados más contradictorios y que no siempre son

(58) Hermant, p. 103.

(59) Bendixen, p. 93.

los más favorables para el país que la ha efectuado.

Es a mérito de los inconvenientes que el alza del descuento puede producir, que, apenas pasado el momento crítico que la motivó, la baja se impone, inmediatamente, sin vacilaciones. En el capítulo siguiente tendremos oportunidad de ver cómo después de pasadas las circunstancias que provocaron en el año 1929 una elevación general de los tipos de descuento, la baja se produce en forma general y cada vez más progresiva.

En este sentido, los banqueros pueden considerarse como los depositarios de la suerte económica de la nación. El preponderante papel que desempeñan y la importancia que asignan a las variaciones de la tasa del descuento se pone de manifiesto en la siguiente declaración de los gerentes de los bancos de Lima en una reunión provocada especialmente para formularla: "Considerando que la situación económica del Perú no ofrece indicaciones desfavorables, se resuelve reducir a 7 % la tasa del banco de la Reserva y mantener la libra peruana en el cambio norteamericano en una proporción de 4 dólares". (Noviembre de 1929). (60)

CAPITULO VIII

POLÍTICA DEL DESCUENTO Y APLICACIONES PRÁCTICAS. — El empleo de las variaciones en la tasa del descuento para corregir el curso de los cambios y mantener la estabilidad de los signos monetarios no es el mismo en las distintas épocas y los diferentes países. Francia e Inglaterra por intermedio de sus poderosos bancos centrales han seguido una política diversa, al mismo tiempo que su aplicación presenta notables diferencias según se trate del período anterior a la guerra de 1914, durante la guerra y después.

En Francia, como en ningún otro país, el alza del descuento es particularmente temida por el comercio y la industria. Es por ello que el Banco de Francia, sólo en épocas excepcionalmente graves ha echado mano del recurso, prefiriendo apelar a otros medios antes que al alza del descuento, como ser la venta a prima del oro en lingotes o en monedas extranjeras, destinados a la exportación.

(60) "La Nación", 24 de Noviembre de 1929.

Ya conocemos, por otra parte, la tendencia de la tasa del Banco de Francia a mantenerse en un nivel estacionario que varía del 3 al 3 y $\frac{1}{2}$ por ciento, práctica variada durante los perturbadores momentos de la guerra y el período inmediatamente posterior. Recordemos, a este respecto, las exigencias que dicho banco requiere para el descuento de letras, entre otras, la concurrencia de tres firmas abonadas.

Inglaterra, por el contrario, se ha caracterizado siempre por las continuas variaciones de la tasa de descuento, practicadas a veces con intervalo de pocos días. Para retener sobre el mercado nacional las disponibilidades en capitales metálicos que reclama su grado de actividad, no opone obstáculo a su salida; los retiene por la elevación de la tasa del descuento, ofreciéndoles así la remuneración exacta y legítima que comporta, en caso necesario, la demanda de que son objeto. La superioridad esencial del procedimiento inglés consiste en que todo acreedor de libras esterlinas tiene la certidumbre de poder retirar de Inglaterra, a su agrado, el valor integral, sin deducción ninguna, del peso de metal que ellas representan. (61) Ya ha quedado establecida la importancia que esta seguridad tiene para el éxito de la medida.

La guerra de 1914 reviste suma importancia en la historia de la política del descuento. Vino a quebrar la fé y el prestigio que rodeaba al alza del descuento en sus caracteres clásicos, como echó por tierra también con numerosas teorías económicas, especialmente monetarias. La guerra produjo, como es sabido una honda crisis de empobrecimiento y el descalabro de casi todos los sistemas monetarios, a pesar de lo cual, se puede apreciar que los tipos de descuento no variarían en la medida que hace suponer la presencia de tales circunstancias.

El primero de Agosto de 1914, el Banco de Alemania subió el descuento a 6 % y así continuó. Es cierto que el Banco de Inglaterra subió a 10 el 1° de Agosto, bajó a 6 el día 6 y a 5 el día 8, y así quedó hasta 1916, en Junio, cuando subió a 6. El 18 de Enero de 1917 volvió a 5 $\frac{1}{2}$ y el 5 de Abril bajó a 5, tipo notoriamente muy bajo, que fué sostenido por dos años y medio, que corresponden a lo más crítico de la guerra y al período de especulación que

(61) Arnauné, p. 193.

señaló los primeros días de la paz. Desde Noviembre 6 de 1919 se aplicó el 6 % y subió luego a 7 en Abril de 1920. Este alto interés se mantuvo hasta Abril de 1921, en que se redujo a 6 y $\frac{1}{2}$ y sucesivamente a 6 y a 5 hasta 1921. El Banco de Francia subió a 6 % en 1914 en Agosto 1°, pero bajó a 5 el 21 del mismo mes, rigiendo esta tasa hasta el 8 de Abril de 1920, en que subió a 6 %. El 28 de Julio del 21 volvió a 5 y $\frac{1}{2}$. (62)

La causa de esa débil política del descuento de parte de los bancos centrales está en la vaga noción que sus administradores han tenido de la verdadera importancia del fenómeno monetario que provocaban. También fueron compelidos directa o indirectamente a mantener un tipo bajo de interés para preparar la emisión de empréstitos por parte del Estado. Era el medio de inducir al público a suscribir empréstitos y auxiliar así al Estado. Ello fué un serio factor en el proceso general de la inflación. (63)

Parecida política fué la seguida por Estados Unidos que mantenía una tasa media del 4 %, elevada en Noviembre de 1919 al 4 y $\frac{1}{4}$, aumentada al 6 el 21 de Enero de 1920 y a 7 el 29 de Mayo. Este cambio de táctica tuvo el más halagador de los éxitos y la confirmación más plena de la teoría clásica, pues el oro emigró de Europa a Estados Unidos en grandes cantidades.

En estos países, como en los que se mantuvieron neutrales, los banqueros manifestaban un franco pesimismo en cuanto a la influencia del alza del descuento sobre el mercado de cambios y la moneda. Lo cierto es que la intervención de múltiples circunstancias propias del período que se atravesaba restaban eficacia a la tasa del descuento. Por otra parte, las variaciones practicadas carecían de la suficiente energía y acusaban una debilidad impropia de la situación.

Pasada la guerra y el período inmediatamente posterior, se nota de nuevo una tendencia a regular el curso de los cambios por medio de las variaciones en la tasa del descuento.

Francia ha tenido oportunidad de experimentar sus conveniencias el año 1926. El 22 de Julio de ese año Poincaré es encargado de formar gabinete, tomando a su cargo el ministerio de Finanzas, cuando el franco sufría una de sus más agudas deprecia-

(62) Cosío, p. 128.

(63) Cosío, p. 129.

ciones. El restablecimiento de la moneda era el problema central de la política francesa y en su logro había de poner Poincaré todo su empeño. Para ello, hizo uso de dos recursos: un llamado patriótico a los contribuyentes para que abonaran los impuestos directos a la brevedad posible para lo que se arbitró un mecanismo administrativo especial y la elevación de la tasa del descuento. El 31 de Julio el Banco de Francia llevaba la tasa del descuento de 6 % al 7.5 % y paralelamente la tasa de adelantos sobre títulos de 8 % a 9.5 %, tasas que estaban en vigor desde el 9 de Julio de 1925. La restricción del crédito era enérgica. El resultado no se hizo esperar: después de dos días feriados, el franco experimenta un sensible repunte. (64) Es indudable que el alza del descuento no obró aisladamente. Aparte del recurso a que hemos hecho mención, es necesario tener presente la influencia del factor psicológico. El gabinete formado inspiraba confianza y su sola constitución había provocado una mejoría de la moneda. Con todo, debemos considerar este ejemplo como una nueva confirmación de la teoría clásica del alza del descuento.

El año 1929 es particularmente instructivo en cuanto a la verdadera lucha de tasas monetarias que ha tenido lugar, siendo notable la acción ejercitada por el Banco de Inglaterra y el Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

Al promediar dicho año se ha desarrollado en Estados Unidos una honda crisis que se venía gestando desde hacía meses y ha quedado reflejada en el movimiento desmesurado de las negociaciones bursátiles. Una enérgica política de restricción de los créditos se imponía y el Banco de la Reserva no tardó en realizarla. Bástenos consignar que hubo momentos en que se efectuaban préstamos hasta el 20 por ciento (!) sin que el alza formidable que ello implica fuera suficiente para retener la creciente demanda de créditos por parte de los corredores “que los acogían sin pestañear, prendiéndose a ellos para salvarse, lo mismo que lo hubieran hecho a un hierro candente”. (65) En el mes de Septiembre los tipos oficiales fueron de 8 a 9 por ciento, subiendo al 10 por ciento al finalizar el mes, con pocas diferencias para los préstamos a plazo y

(64) Frayssinet, p. 153.

(65) La Argentina Económica, Diciembre 30 de 1929.

un poco más bajos para las libranzas comerciales de primera categoría.

El movimiento, en general de la tasa del descuento en todos los países acusa durante ese una tendencia en aumento. Inglaterra modifica su tasa del 4 y $\frac{1}{2}$ al 5 y $\frac{1}{2}$ ‰ y del 5 y $\frac{1}{2}$ al 6 y $\frac{1}{2}$ ‰ el 7 de Febrero y 26 de Septiembre, respectivamente.

He aquí el cuadro de las modificaciones en los principales países del mundo en 1929 hasta Septiembre inclusive:

Enero	7. . . .	Italia. . . .	5 y $\frac{1}{2}$	a	6
Enero	12. . . .	Alemania . .	7	a	6 y $\frac{1}{2}$
Febrero	7. . . .	Inglaterra . .	4 y $\frac{1}{2}$	a	5 y $\frac{1}{2}$
Marzo	15. . . .	Italia. . . .	6	a	7
Marzo	25. . . .	Holanda. . .	4 y $\frac{1}{2}$	a	5 y $\frac{1}{2}$
Abril	20. . . .	Polonia . . .	8	a	9
Abril	24. . . .	Austria . . .	6 y $\frac{1}{2}$	a	7 y $\frac{1}{2}$
Abril	24. . . .	Hungría . . .	7	a	8
Abril	25. . . .	Alemania . .	6 y $\frac{1}{2}$	a	7 y $\frac{1}{2}$
Abril	29. . . .	Danzig. . . .	6	a	7
Mayo	3. . . .	Rumania . .	6	a	8-9
Mayo	14. . . .	Rumania . .	8	a	9 y $\frac{1}{2}$
Julio	2. . . .	Bulgaria. . .	9	a	10
Julio	31. . . .	Bélgica . . .	4	a	5
Sept.	26. . . .	Inglaterra. .	5 y $\frac{1}{2}$	a	6 y $\frac{1}{2}$
Sept.	27. . . .	Dinamarca .	5	a	5 y $\frac{1}{2}$
Sept.	27. . . .	Noruega. . .	5 y $\frac{1}{2}$	a	6
Sept.	27. . . .	Suecia. . . .	4 y $\frac{1}{2}$	a	5 y $\frac{1}{2}$ (66)

Como puede verse el único país que rebaja la tasa es Alemania.

La política de alza practicada por el Banco de Inglaterra tiene por objeto evitar el drenaje del oro producido por las elevadas tasas reinantes en el mercado newyorkino, y señala rumbos a todos los mercados del mundo, pudiéndose apreciar como al día siguiente de efectuada la última alza, lo siguen simultáneamente Dinamarca, Noruega y Suecia. Las medidas adoptadas por el Banco de Inglaterra se explican perfectamente si se tiene en cuenta que el stock de oro había descendido 135.000.000 de libras

(66) Situación Económica, etc., Noviembre de 1929, p. 157.



y según los financistas ingleses era necesario un stock de 150.000.000, por lo menos, para la masa de papel existente en Inglaterra. (67)

En uno y otro caso, Inglaterra y Estados Unidos, el alza del descuento ha desempeñado su papel a satisfacción. Los norteamericanos consiguieron atraer oro de todas partes del mundo y, a la larga, pusieron un freno a la fiebre de especulación reinante con la restricción de créditos dirigida especialmente a los especuladores y en forma de no imponer a las industrias una carga demasiado penosa. Por su parte, Inglaterra pudo contrarrestar en gran proporción del oro, garantía de sus emisiones. La autoridad y el dominio del Banco de Inglaterra en el mundo económico queda de manifiesto con la política seguida en los demás países.

Pero como la tirantez en el mercado monetario no puede prolongarse más allá de límites racionales, de acuerdo a lo que hemos establecido anteriormente, no bien se hubo equilibrado el movimiento del oro, se inicia un período de bajas sucesivas de los tipos de interés, dirigido, como siempre, por el Banco de Inglaterra.

Antes de mostrar las variaciones en baja experimentadas por la generalidad de los países, conviene hacer un paréntesis para considerar la situación de Alemania que, como hemos visto, es el único país que no participa de la corriente alzista desde el primer momento, aunque más tarde llevara su tasa hasta el 7 por ciento y 7 y $\frac{1}{2}$, para seguir luego a Inglaterra en la baja. Alemania se encontraba en una situación grave por su dependencia del capital extranjero en ella invertido y por los acontecimientos políticos internacionales que le impedían obrar sobre el mercado de capitales con entera libertad, confirmándose de este modo las prevenciones de su gran economista Bendixen, diez años después de su muerte, y para quien las deudas crean una relación de dependencia, anotación que hemos señalado cuando nos referíamos a los inconvenientes del alza del descuento. En tales circunstancias no podía el Banco de Alemania provocar una restricción del crédito que hubiera producido, quizás, consecuencias más desastrosas que el éxodo del oro. El alza posterior hasta el 7 y $\frac{1}{2}$ % no evitó las fuertes salidas de metálico. Desde el 31 de Diciembre de 1928 hasta el 15

(67) Jezé. El aumento de la tasa del descuento en Inglaterra.

de Mayo de 1929, las reservas del Banco del Estado disminuyeron en más de mil millones de marcos. (68) Para no elevar su tasa monetaria debió, entonces, recurrir a una medida de emergencia: la distribución restrictiva del crédito.

Reducción de las tasas de descuento (69)

Octubre 31. . . .	Inglaterra. . . .	6 y $\frac{1}{2}$	a 6
Nov. 1. . . .	P. Bajos	5 y $\frac{1}{2}$	a 5
" 2. . . .	Alemania	7 y $\frac{1}{2}$	a 7
" 4. . . .	Hungría.	8	a 7 y $\frac{1}{2}$
" 14. . . .	Bélgica	5	a 4 y $\frac{1}{2}$
" 15. . . .	Polonia	9	a 8 y $\frac{1}{2}$
" 16. . . .	P. Bajos	5	a 4 y $\frac{1}{2}$
" 21. . . .	Inglaterra. . . .	6	a 5 y $\frac{1}{2}$
" 22. . . .	Noruega	6	a 5 y $\frac{1}{2}$
" 23. . . .	Austria	8 y $\frac{1}{2}$	a 8
" 26. . . .	Rumania	9 y $\frac{1}{2}$	a 9
Diciem. 9. . . .	Austria	8 a 7	a 7 y $\frac{1}{2}$

El 12 de Diciembre con gran sorpresa para el mercado mundial, el Banco de Inglaterra efectúa una nueva rebaja de la tasa, en vista de la afluencia de oro y las perspectivas de nuevas afluencias procedentes de la Argentina, Estados Unidos y Australia, estimulando así la bolsa con una suba de las acciones en general. (70)

Diciembre . . . 13	Suecia.	5 y $\frac{1}{2}$	a 5
" 27	Dinamarca	5 y $\frac{1}{2}$	a 5
" 27	Noruega	5 y $\frac{1}{2}$	a 5

¿Y Francia? Francia continúa acrecentando en forma considerable sus reservas de oro y ha mantenido en todo momento su tasa al tres y medio por ciento, lo cual indica que, en cuanto a ella se refiere, el movimiento de oro no depende por entero de las tasas monetarias. Conocemos la diferencia de métodos que, con respecto a Inglaterra y la generalidad de los países ha caracterizado a Francia y su preferencia por otros correctivos.

(68) Situación Económica, etc., Noviembre de 1929, p. 162.

(69) Situación Económica, etc., Febrero 1930, p. 24.

(70) "La Prensa", 13 de Diciembre de 1929.

En este año las tasas de descuento continúan en descenso. Por las facilidades que presenta el mercado monetario internacional, como también la abundancia de ofertas del exterior, el Banco de Alemania reduce su tasa del 7 al 6 y $\frac{1}{2}$ el 13 de Enero. El Banco de Inglaterra y el Banco de la Reserva de Nueva York reducen también sus tasas en un medio por ciento y son seguidos por los principales bancos centrales del mundo. El Banco de Francia tiene su tasa al 3 %_o. Son los más bajos niveles que se registran desde principios de 1928.

CAPITULO IX

LA TASA DEL DESCUENTO EN LA REPÚBLICA ARGENTINA. — Las variaciones de la tasa del descuento no representan en la República Argentina el interés y la importancia asignada en Europa y Estados Unidos.

El sistema monetario, la organización bancaria, las particularísimas modalidades del crédito, impiden, entre nosotros, al alza del descuento desempeñar su función reguladora de los cambios y de la circulación de la moneda.

Nuestro sistema monetario es único en el mundo. Nacido de las concepciones clásicas que inspiraron en Inglaterra la célebre ley de Roberto Peel de 1844, se asienta sobre la base de una absoluta convertibilidad. La Caja de Conversión no emite billetes sino a cambio de oro que se deposita en ella y constituye la garantía de la emisión, y es un hecho reconocido en todo el mundo que pocos sistemas monetarios descansan sobre una garantía metálica más fuerte. Esta rigidez ha sido amenguada, en mínima parte, por la ley 9479 sobre redescuentos, de 1914, y que tiene sus antecedentes en la ley de creación del Banco de la Nación Argentina de 1891 y reforma de 1905.

No es ésta la oportunidad de exponer las modalidades de nuestro sistema monetario y hacer su crítica. A nuestros fines, bastan solamente algunas observaciones que permitan mostrar la forma en que el mecanismo del alza del descuento está impedido de llenar cumplidamente sus fines.

La falta de elasticidad de nuestro sistema monetario ha sido y es un tema que pocos autores argentinos han dejado de tocar y señalado constantemente por todos los economistas extranjeros que tienen oportunidad de referirse a nuestros problemas.

El papel que desempeña la Caja de Conversión es enteramente mecánico y la circulación de los billetes está sujeta a las existencias de oro. El monto de aquella depende de los movimientos del metálico y no del desarrollo de la actividad industrial y comercial como lo exigen las modernas concepciones económicas de la moneda. Nuestro sistema es una imitación de la ley inglesa; pero los ingleses con el asombroso instinto comercial que poseen idearon pronto un medio de evitar las consecuencias perjudiciales del sistema, reemplazando la moneda por el cheque y la reforma se ha implantado en forma legal el año 1928. Nosotros, a pesar de las numerosas experiencias aleccionadoras permanecemos aferrados a las discutidísimas enseñanzas de Ricardo. Debemos, sin embargo, reconocer que la ley de Redescuentos de 1914 es la primera tentativa en el sentido de dar una pequeña elasticidad a la moneda, ley, por otra parte, llena de defectos, y que no ha sido seguida, como era de esperar, por otras que impusieran una reforma más enérgica y más en consonancia con las conquistas de la ciencia.

Y la automática función de entregar billetes u oro que tiene la Caja de Conversión, se impone al volumen de la circulación monetaria argentina una absoluta y peligrosa rigidez. Dentro del mecanismo legal, no contamos con un medio de control y de regulación que impida los extremos de inflación o desinflación, ambos perturbadores de la economía general cuando no se encuentran en relación con "ese algo que es el conjunto de actividades que se llama la producción nacional." (71)

El alza del descuento es, entre nosotros, impotente, como correctivo monetario. Las variaciones en el precio del alquiler del dinero no tiene ninguna vinculación directa con la institución emisora porque, y esto es lo esencial, *la mayor o menor demanda de créditos no es la que determina la emisión*, sino, como hemos dicho, por las entradas y salidas de oro de la Caja de Conversión es como el volumen de la circulación se dilata o contrae sucesivamente. La

(71) Alejandro E. Shaw, p. 25.

facultad de redescantar documentos establecida por la ley de 1914 no tiene en este punto una influencia preponderante desde el momento que, de todas maneras, la emisión se encuentra limitada por el encaje metálico.

Además, reina en nuestro sistema la más absoluta separación entre la función emisora y la función bancaria reguladora de los créditos. No sucede lo mismo con los grandes bancos centrales de Europa que reúnen a las funciones comunes a toda clase de Bancos la máxima facultad de la emisión. De esta manera, el Banco de Inglaterra, el Banco de Francia, el Banco de Estados de Alemania, se encuentran en íntimo contacto con el desenvolvimiento diario de los negocios y de la actividad productora; pulsando sus necesidades, acomodan la circulación a su ritmo e imprimen a la economía la más adecuada armonía de sus factores. Como dice el profesor español Luis Olariaga, no sólo hay que poder apreciar técnicamente las operaciones que justifican la salida de dinero, sino también la conveniencia de dilatar o contraer la circulación mediante la tasa del descuento. (72)

Por otra parte, no se ha dotado a nuestra Caja de Conversión de un medio eficaz para defender sus existencias de oro. Cuando los países extranjeros promueven con el alza del descuento, la atracción de los capitales y del oro, la Caja se encuentra indefensa. En 1929, con las elevadas tasas imperantes en Estados Unidos se produjo, como sabemos, un movimiento de capitales que buscaban una remuneración más lucrativa; gran parte de ellos procedían de la Argentina que llegó a enviar durante el año cerca de 65 millones de dólares, habiendo alcanzado la exportación total de oro, en el mismo año, a la suma de 174.397.522 pesos oro. Ante el peligro de una contracción circulatoria grave, la Argentina, a imitación de Canadá, impide la salida de oro con el cierre de la Caja de Conversión, el 16 de Diciembre. La oportunidad y conveniencia de tal medida ha sido objeto de acaloradas discusiones por parte de entendidos y profanos. Los límites y la naturaleza de este trabajo no permiten la consideración y estudio de que el asunto es digno.

Hemos dicho que el crédito en la República Argentina reviste

(72) Olariaga, p. 45.

modalidades particulares. Con relación a los tipos de descuento de los bancos europeos y norteamericanos, los nuestros resultan elevados. Pero es preciso considerar que las condiciones en que unos y otros acuerdan préstamos acusan marcadas diferencias. Los bancos argentinos conceden créditos a una sola firma, con plazos largos y renovables; el banco de Francia, por ejemplo, con tipo de tres y medio por ciento, exige tres firmas de primer orden, siendo los plazos cortos e improrrogables. Luego, el riesgo corrido es una causa determinante de la tasa de descuento. Además, el monto del interés, no preocupa tanto a los solicitantes que tienen en cuenta, antes que nada, los plazos acordados y las condiciones liberales establecidas.

Las alzas y bajas de la tasa del descuento de los bancos nacionales están igualmente dirigidas, y en forma principalísima, por el interés que se abona en depósitos y el volumen de los depósitos. “Un banco es un intermediario que da en préstamos los capitales que ha recibido de sus depositantes y su utilidad está entre la diferencia del interés que ha pagado por los depósitos y el que cobra por sus préstamos. La buena técnica bancaria indica que lo elemental, como en cualquier otro negocio, es saber el costo que le representa al banco el dinero que recibe del público para graduar a qué tasa debe colocarlo a fin de que le deje un margen de beneficio.” (73) Como los bancos necesitan tener con carácter permanente un depósito que les permita hacer frente a cualquier eventualidad, las variaciones en su volumen determinarán variaciones proporcionales pero inversas en la tasa de descuento.

El Banco de la Nación, nuestra institución central, ha variado muchas veces su tasa. El alza más importante que ha practicado el año 1929 fué la del 28 de Octubre, en la siguiente forma: adelantos en cuentas corrientes, de 6 y $\frac{1}{2}$ % a 7 y $\frac{1}{2}$ %; pagarés directos de pago íntegro o amortizable, de 6 a 7 %. Los descuentos de pagarés de comercio y a agricultores, no modifican su tasa de 6 %. Para créditos destinados a construcciones en general, se establece la tasa de 6 %. (74) Podemos apreciar el distingo que hace el banco con los créditos destinados a los agricultores y comerciantes estableciendo una tasa más moderada, lo que puede seña-

(73) Lestard, p. 68.

(74) Revista Económica, Octubre 1929, p. 189, nota.

larse como un gran acierto de sus directores y viene a confirmar lo que decíamos al tratar de los inconvenientes del alza del descuento. En esa oportunidad encarecíamos los perjuicios que se derivaban para la clase productora con el aumento del costo de producción de los artículos, al mismo tiempo que encontrábamos un remedio en la selección inteligente de la clientela imponiendo una tasa más elevada a los especuladores y corredores.

Ahora bien; ¿debemos reconocer que el alza del descuento en la República Argentina no tiene ningún efecto sobre la cantidad de la circulación monetaria y el movimiento de los capitales?

En nuestra opinión, aunque la influencia se ejercita en mínima parte, no por eso deja de existir. Las tasas elevadas de descuento que fijan los bancos, tienen siempre repercusión sobre los tipos de interés en general y provocan, por consiguiente, un encarecimiento del alquiler del dinero, teniendo influencia sobre los capitales extranjeros, siempre que las condiciones económicas de la plaza no signifiquen un riesgo demasiado grande. El oro atraído es canjeado por billetes en la Caja de Conversión, aumentando así la cantidad de numerario. Tal el mecanismo en el caso de escasez. En el supuesto de una inflación, creemos que el recurso de bajar la tasa del descuento es ineficaz.

Insistimos que la influencia indicada es por demás débil.

En el siguiente cuadro puede apreciarse la relación existente entre el encaje y la tasa del descuento en el Banco de la Nación Argentina, en los años 1929 y 1928. ⁽⁷⁵⁾

1928 — Descuento de listas de pagarés. Encaje.

Meses	Máximo	Mínimo	Promedio	Nominal	Real
E.	7.50	5.50	6.55	25.20	25.08
F.	7.50	5.50	6.50	25.10	22.00
M.	7.00	5.25	6.10	26.50	23.20
A.	7.00	5.25	6.10	27.30	25.90
M.	7.00	5.25	6.10	28.10	24.90
J.	6.50	5.00	5.85	28.00	24.80
J.	6.50	5.00	5.75	27.60	24.60
A.	6.50	5.00	5.75	27.50	24.60
S.	6.50	5.00	5.75	27.70	24.80
O.	6.50	5.00	5.75	27.10	24.10
N.	6.50	5.00	5.75	27.29	24.30
D.	6.50	5.00	5.75	25.20	24.40

(75) Revista Económica, Octubre 1929, p. 188.

1929

E.	6.50	5.25	5.85	25.00	21.90
F.	6.50	5.25	5.85	24.50	21.60
M.	6.50	5.25	5.85	23.20	20.40
A.	6.50	5.25	5.85	22.10	19.40
M.	6.75	5.50	6.05	21.90	19.50
J.	7.00	5.75	6.45	20.20	19.90
J.	7.00	6.00	6.50	19.10	16.90
A.	7.00	6.00	5.50	19.00	16.80
S.	7.25	6.00	6.60	18.70	16.60
O.	7.50	6.35	6.85		
N.					
D.					

Gastón Jezé, luego de exponer el mecanismo y las bondades del alza del descuento en los países europeos, dice que en la Argentina no ocurre lo mismo todavía, lo que se debe al papel muy modesto y en cierto modo mecánico, que desempeña la Caja de Conversión; pero el día en que se decida a dar a su circulación monetaria la elasticidad que necesita, los directores del banco nacional de emisión tendrán que echar mano de la tasa de descuento. ⁽⁷⁶⁾

Hagamos votos porque la reforma monetaria venga pronto y enérgica. No es posible seguir aferrados a un sistema que en la ocasión más impensada puede producir graves trastornos a la economía nacional. Recién entonces, el problema que tratamos podrá ser considerado bajo un aspecto argentino.

BENJAMÍN CORNEJO

(76) Jezé, La tasa del descuento y la dirección de la moneda.