



TRANSCRIPCIONES

Informaciones y Temas Económicos del Exterior

Rudolf Stucken

Revista de Economía y Estadística, Vol. 2, No 1 (1958): 1° Trimestre, pp. 49-77.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/4880>



La Revista de Economía y Estadística, se edita desde el año 1939. Es una publicación semestral del Instituto de Economía y Finanzas (IEF), Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba, Av. Valparaíso s/n, Ciudad Universitaria. X5000HRV, Córdoba, Argentina.

Teléfono: 00 - 54 - 351 - 4437300 interno 253.

Contacto: rev_eco_estad@eco.unc.edu.ar

Dirección web <http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/index>

Cómo citar este documento:

Stucken, R.(1958) Informaciones y Temas Económicos del Exterior. *Revista de Economía y Estadística*. Tercera Época, Vol. 2, No 1: 1° Trimestre, pp. 49-77.

Disponible en: <http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/4880>

El Portal de Revistas de la Universidad Nacional de Córdoba es un espacio destinado a la difusión de las investigaciones realizadas por los miembros de la Universidad y a los contenidos académicos y culturales desarrollados en las revistas electrónicas de la Universidad Nacional de Córdoba. Considerando que la Ciencia es un recurso público, es que la Universidad ofrece a toda la comunidad, el acceso libre de su producción científica, académica y cultural.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/index>

TRANSCRIPCIONES

INFORMACIONES Y TEMAS ECONOMICOS DEL EXTERIOR (*)

EL CONTRALOR DE LA CREACIÓN DE MONEDA

P A R T E I

La tasa de interés y los otros instrumentos de contralor de la creación de moneda por parte del sistema bancario.

En esta primera parte nos ocupamos del siguiente problema: qué medios utiliza el sistema bancario para mantener la distribución del crédito dentro de límites tales que la creación de moneda (Geldschopfung), por un lado, no se extienda más allá de lo que podría definirse como su "esfera suficiente" (Geldschopfungsspielraum) y, por otro, no se restrinja a ésta en medida tal que no se concilie con la obtención de los fines propuestos por la política económica.

Para tratar adecuadamente tal problema, se considera el sistema bancario como un todo único, contraponiéndolo a los sujetos económicos en su forma de solicitantes de créditos, de manera que tal sistema comprenda, por un lado, al Banco Central, que debe estar sujeto a determinadas limitaciones en cuanto a la creación de moneda, o a la persecución de deter-

(*) De "Revista del Banco de la República Oriental del Uruguay". Año 16 - Nº 63 - Octubre 1957 - Pág. 29.

minados fines económicos generales y, por otro, a los bancos de crédito ordinario que persiguen fines de carácter privado y por lo tanto, particulares. Además en esta primera parte no nos ocupamos de cómo el Banco Central actúa o puede actuar sobre los bancos de crédito ordinario, a fin de contralorear la oferta de crédito y, por lo tanto, la de moneda; punto que será analizado en la segunda parte, donde se tratarán también los instrumentos especiales de la política bancaria central.

Entre los medios de contralor de crédito y, por ende, de la creación de moneda bancaria, se ha reconocido siempre una posición preminente a la tasa de interés.

Según la llamada teoría clásica, la tasa de interés debía conciliar la demanda con la oferta de crédito, y esta última debía ser determinada por el volumen del ahorro que los ahorristas no emplean directamente con fines de inversión.

En otras palabras, la tasa de interés debe ser tal que haga que la demanda y la oferta de crédito lleguen a igualarse.

La llamada teoría moderna del crédito entiende que la oferta puede ser ampliada mediante creación adicional de moneda, sin que haya habido, anteriormente, formación de ahorro. Por lo cual, según tal teoría, la oferta de crédito no está más limitada a la moneda ya ahorrada, y la tasa de interés, —al ser en tal forma indeterminada la oferta— no puede tener la función de equilibrador de la demanda y la oferta. Sin embargo, la tasa de interés asume aún una función particular, por cuanto, poniéndose frente a la expectativa del rédito de los empresarios ejerce la función de determinante respecto a las decisiones de estos últimos de proceder o no a la inversión. Se demanda crédito cuando el rédito previsto supera el costo del crédito mismo; en caso contrario se abstiene de demandarlo.

Es esta concepción fundamental de Wicksell (1), quien hace depender la propensión de los empresarios de la contraposición entre la tasa nominal (Geldzins) y la tasa real (natürlicher Zins), y en el caso de que esta última sea más elevada que la primera, introduce la creación de moneda y el correlativo aumento de los precios. Y es ésta, asimismo, la concepción fundamental de Keynes (2).

Todo esto, en esencia, significa que la teoría moderna corriente, no ha destronado todavía a la tasa de interés.

Sobre la base de nuestra teoría de la "esfera suficiente de la creación de moneda", en otra parte comentada, sería también posible, en nuestra opinión, efectuar una aproximación a la doctrina clásica. Si bien la oferta de crédito no está limitada por el volumen del ahorro preconstituído sino que puede ser ampliada mediante creación de moneda adicional, es un hecho sin embargo que en relación a determinadas limitaciones formales o a determinados fines a lograr, podemos individualizar claramente un límite nítido para la esfera de la creación de la moneda y para la oferta de crédito y, con esto, podemos establecer una dimensión dada, a la cual la demanda podría ser constreñida a adaptarse por medio de la tasa de interés.

Pero nosotros replicamos que la tasa de interés cumple en realidad tal función; contestamos además que ella, en estrecha interdependencia con las expectativas de rédito de los empresarios, constituye el elemento determinante en lo que se refiere al volumen de la inversión. Y con esto nos ponemos en neto contraste tanto con la teoría crediticia clásica, como con la moderna.

- (1) Knut Wicksell, "Vorlesungen über Nationalökonomie auf Grundlage des Marginalprinzips", parte teórica, Vol. II "Geld und Kredite", Jena, 1928, pág. 220. Ver además del mismo autor: "Geldzins und Güterpreise", Jena 1898, passim.
- (2) J. M. Keynes, "The General Theory of Employment, Interest and Money", Londres, 1938, pág. 135 y sig.

Aquí no pretendemos negar que la tasa de interés, como elemento del costo, podría tener éxito en contener la demanda de crédito cuando se resolviera modificarlo drásticamente y llevarlo a niveles adecuadamente elevados, lo que en muchos países no sucede. Pero quede bien claro que variaciones de 0,50, de 1 ó de 2 %, no son suficientes para los fines propuestos. Por un lado, efectivamente, los costos de producción sufren muy poco las variaciones de la tasa de interés, dado que los efectos producidos sobre el volumen de la moneda son en gran parte compensados por variaciones en la velocidad de circulación de la misma moneda. Por otro lado, después, aunque gran parte de las inversiones —pensamos por ejemplo, en aquéllas en stocks— es poco sensible a los cambios de la tasa de interés, ella implica una demanda de crédito a corto plazo cuyo costo no es aumentado apreciablemente por un ascenso del costo del dinero. Verdaderamente sensibles a estos respectos pueden considerarse sólo algunos tipos de inversiones, como aquéllos a largo plazo en la edificación, en la agricultura, en las obras públicas. Ni como elemento del costo la tasa de interés ejerce una influencia limitativa particular sobre la demanda de crédito por parte de la Administración Pública, la cual, muy a menudo, cuando se trata de recurrir al crédito, no se preocupa ni siquiera de efectuar una comparación entre carga por intereses y previsible productividad del gasto a financiarse a crédito.

Se advierte, además, que un sensible aumento de la tasa de interés a los efectos de limitar nuevas demandas de crédito, constituye, a menudo, un arma de doble filo, porque con él no se llega solamente a afectar los nuevos créditos requeridos, sino también aquéllos que se habían obtenido precedentemente, para los cuales —siendo los créditos formalmente a corto plazo— entren en vigencia las nuevas tasas. Tales tasas más elevadas, inducen a los antiguos deudores a tratar de reem-

bolsar sus precedentes deudas, pero por otro lado, la capacidad de reembolso llega por eso a reducirse, como efecto del mayor peso por carga de intereses. Y las consecuencias de este estado de cosas alcanzan fatalmente a reflejarse también sobre los suministradores de crédito y, sobre todo, sobre los bancos, en cuanto el sensible aumento de los tipos de interés se traduce en una disminución del valor de los bienes (por ejemplo, títulos) recibidos en garantía de los créditos otorgados. Como resultado, disminuye el grado de seguridad de los créditos más antiguos, mientras los bancos sufren pérdidas patrimoniales por efecto de la desvalorización sobrevenida en su cartera de títulos.

Analizado todo esto, es evidente que existen notables impedimentos para los bancos para efectuar sensibles aumentos de la tasa de interés. Por otra parte, los bancos mismos no tienen gran interés en actuar en este sentido, dada la estrecha interdependencia existente entre tasas activas y tasas pasivas.

Sean ellas decretadas por el Estado, o establecidas por un cartel o mediante otro acuerdo entre los bancos, es un hecho que normalmente las tasas activas y las pasivas están estrechamente correlacionadas, por lo que la desviación que se determina entre ellas —elemento esencial del punto de vista de la rentabilidad bancaria— cambia poco o simplemente nada, al aumentar la tasa de interés.

¿Por qué entonces se continúan practicando tales aumentos que, entre otras cosas, tienen el efecto de hacer impopulares a los bancos, cuando sería posible obtener por otra vía una limitación en el volumen del crédito?

Ahora, también Marcel Suchestow (3), quien, —con las más agudas argumentaciones va luchando contra la tasa del interés en cuanto instrumento decisivo de contralor del crédito

(3) Marcel Suchestow, "Die Unvollkommenheit des Geldmarktes", 1955.

y, con profundo conocimiento de la literatura existente al respecto,— ha realizado un exhaustivo análisis de la función de este instrumento, aún cuando admite, repetimos, que todavía ejerce una influencia notable sobre la demanda de crédito y sobre las inversiones.

Por lo demás, según este autor, la importancia de la tasa de interés no se manifiesta en el sentido de influir sobre las expectativas de los empresarios por medio de una comparación entre el costo actual y el rendimiento esperado de las inversiones, sino como indicio de que los bancos tienen prontos otros y más radicales medios para limitar las concesiones de crédito y que están dispuestos a utilizarlos sin más. Por esto, los cambios en la tasa de interés tendrían “carácter simbólico”, serían una especie de “lenguaje figurado” por medio del cual el sistema bancario haría conocer su punto de vista sobre la situación. Aun no incidiendo directamente sobre la rentabilidad de las inversiones, los aumentos de la tasa de interés influirán, sin embargo, sobre las previsiones de rentabilidad de los empresarios, atenuando en tal forma la propensión a invertir y a solicitar crédito. Pero todo esto presupone —siempre en el caso que los bancos no recurran habitualmente a aumentos prohibitivos de la tasa de interés— que existen en la materia otros instrumentos de contralor del crédito.

Puede ocurrir que existan países en los cuales la influencia del “clima económico”, creado mediante cambios exiguos de la tasa de interés, sea suficiente como para contener el gasto y el volumen de las inversiones dentro de límites tales, que no superen lo que anteriormente se llamaba la “esfera suficiente” de creación de moneda. Países en los cuales los otros medios de contralor del crédito constituyen, ante todo, una reserva táctica a la cual se recurre sólo en caso de extrema necesidad. Pero nosotros, en estos últimos años, hemos advertido muchas

veces (4) que Alemania es justamente uno de estos países en los cuales se recurre habitual y abundantemente a los otros medios de contralor del crédito.

Esto se explica por el hecho de que, desde 1935 hasta la fecha, la tasa de interés ha sido mantenida en un nivel no conforme al del mercado. En régimen nacional-socialista, la imposición de un nivel bajo, “la abolición de la esclavitud del interés”, constituía un canon fundamental de la doctrina del partido. En los años siguientes a la reforma monetaria de 1948, con relación a las destrucciones bélicas, a los desmantelamientos industriales y a la afluencia de refugiados, llega a crearse un tal “necesario” de capitales y un tan vasto campo para inversiones productivas, que la tasa de interés habría tenido que ser elevada a niveles excepcionales si se quería que ella ejerciera una acción limitativa. Por otra parte, el hecho de haberla mantenido en un nivel relativamente bajo, ha dado y da todavía lugar, a numerosos perjuicios (desequilibrios).

La ineficacia de la acción limitativa ejercida por la tasa de interés adoptada, derivaba en los años inmediatamente siguientes a la reforma monetaria, del hecho de que el costo del crédito resultaba relativamente bajo frente a los enormes “necesarios”, inherentes a la reconstrucción y a la exigüidad del rédito (5). En esta situación, durante años se preveía —

-
- (4) Entre los diversos ensayos y contribuciones del autor del presente artículo, son recordados en particular los siguientes: *Besonderheiten der Geld und Kreditpolitik in Westdeutschland und ihre konjunkturpolitische Bedeutung*, Sonderchrift des IFO Institutes für Wirtschaftsforschung, n. 16 Berlino-Monaco, 1955; *Besonderheiten der deutschen Geld- und Bankpolitik*, Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, Ankara, año X, 1955, pág. 1; *Ausführungen in Bankkredit und langfristigen Investitionen*, Berlino-Monaco, 1954.
- (5) Otto Veit, en el artículo: “Das ambivalente Zinsproblem, en *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*”, año V, 1952, p. 558 ha indicado, entre las otras razones que limitan la eficacia de la tasa del interés también en otros países, el temor de la desvalorización monetaria y la elevación de la presión fiscal

todavía se prevé— limitar el crédito mediante instrumentos de otro tipo. Y nos alejamos de la realidad si a estos otros medios no le atribuimos la debida importancia.

En esta parte no se quiere naturalmente negar que el teórico tenga pleno derecho de formular una teoría abstracta, basada sobre el supuesto de un funcionamiento perfecto del mecanismo del interés; lo que queremos aquí solamente es negar que una teoría de tal género sea aplicada sin más en países del tipo de la República Federal Alemana. Y por otro lado, subrayando esta especial situación de Alemania no se pretende de ninguna manera negar que en otros países existan buenos motivos para mantener bajo el nivel de la tasa de interés, sobre todo con respecto al “necesario” de crédito por parte del Estado.

Veamos, por consiguiente, cuáles otros medios, distintos de la tasa de interés, son empleados por los bancos para controlar la creación de moneda.

Ante todo, entre tales medios, se citan las variaciones en la cantidad y calidad de las garantías solicitadas al deudor (requisitos de seguridad del crédito).

Admitido que, en todos los casos, el cliente debe por sí mismo merecer plena confianza, es lógico por eso que se pueda pretender una garantía más o menos elevada, en relación al crédito solicitado. Tal garantía puede ser de naturaleza real o personal; puede incidir sobre el capital propio del cliente o sustanciarse en avales y fianzas. Además, el banco puede exigir el cumplimiento de determinadas condiciones en lo que respecta a la naturaleza, al valor, al grado de realización, etc., de la cosa dada en garantía. Es, en realidad, típicamente inherente a la esencia del crédito el hecho de que el cliente sólo porque está dispuesto a pagar el precio solicitado, es decir, el interés, no pueda sin más contar con una financiación bancaria. Dado que la actividad del tomador de crédito se proyecta

en el futuro, es en el futuro que él debe pagar, mientras el suministrador de crédito paga en el momento presente y por lo tanto el primero debe dar, y el segundo debe exigir, en el momento de la concesión del préstamo, todas aquellas garantías que al respecto puedan reputarse necesarias.

Otro instrumento de contralor del crédito está representado por la *modificación de los requisitos de liquidez*.

Sin entrar en esta oportunidad en una exposición detallada sobre el tema de la liquidez bancaria puede observarse que este instrumento es extraordinariamente eficaz a los fines del contralor de la creación de moneda. Un sistema bancario que se apoyara rígidamente en la llamada "regla áurea" podría también emplear una bajísima tasa de interés concediendo créditos en medida muy limitada; pero, con esto, podría transformarse en el socavador, aunque sea involuntario, de la prosperidad económica. Un sistema bancario dispuesto a conceder créditos a largo plazo encuentra, generalmente, un número de clientes suficientemente amplio como para lograr el deseado volumen de creación de moneda. El pasaje al crédito a largo plazo, sin embargo, no debe consistir en conceder créditos a largo vencimiento a aquéllos a quienes anteriormente se les concedían créditos a corto plazo, sino que puede consistir, por ejemplo, en aumentar el volumen de las financiaciones utilizadas para la construcción de casas o para mejoras agrarias o para más amplias inversiones en títulos a largo plazo, especialmente públicos. La elasticidad con que el sistema bancario, en los Estados Unidos de América y en Gran Bretaña, ha realizado este pasaje al largo plazo ha constituido una base importante de prosperidad en los años siguientes a la gran crisis mundial.

Naturalmente se señala también que puede hacerse necesario un movimiento en sentido inverso, cuando se trate de proceder a una indispensable limitación en la creación de moneda, estableciendo requisitos más rígidos en materia de liqui-

dez, por ejemplo, concediendo créditos solamente en aquellas formas que no permitan una movilización más ágil; un caso típico al respecto es la admisión para el descuento de sólo aquellos documentos que son redescontables ante el Banco Central.

Antes de pasar a la consideración del instrumento más eficaz, pero también más rudo, de contralor de crédito, se señala además que una función destacada ya sea en el sentido de facilitar como en el de limitar la distribución del crédito puede desarrollarse por medio del *tamiz y la preventiva selección de los fines para los cuales los créditos son solicitados por la clientela*. Basta pensar en el tratamiento discriminatorio que a menudo se aplica al crédito a plazo y a las financiaciones para especulaciones de bolsa.

Ahora, este tipo de selección del crédito, esta preventiva acción discriminatoria en función de sus particulares posibles destinos, tiene indudablemente mucha importancia bajo el aspecto político-coyuntural. El empleo de este instrumento permite, además, sin salirse por esto de la "esfera suficiente" de creación de moneda, suministrar crédito relativamente abundante a determinados sectores cuando ello sea deseable por razones de política económica o coyuntural, mientras en su ausencia esto no sería posible y se debería renunciar a apoyar más sensiblemente determinadas actividades económicas "preferenciales".

El contralor selectivo o cualitativo del crédito ha sido objeto de profundo análisis en la Primera Reunión Internacional del Crédito celebrada en Roma en 1951 (6), y esto es lógico, porque es lícito preguntarse qué habría podido suceder por

(6) Ver "Actas de la Primera Reunión Internacional del Crédito", Roma 1953 (edición internacional), Vol. I, Vera Lutz: "Viejos y nuevos instrumentos de contralor del crédito", pág. 172; Vol. III, Geo B. Roberts: "El programa de restricción voluntaria del crédito en los Estados Unidos", pág. 440,

ejemplo, en los Estados Unidos de América, después de 1930, si, previamente al estallido de la gran crisis, se hubiera podido disponer de un instrumento tan eficaz (7).

Llegamos finalmente al *racionamiento del crédito*, instrumento más enérgico y vigoroso que cualquier otro de contralor del volumen de las financiaciones bancarias y, por consiguiente, de la creación de moneda.

Se habla precisamente de racionamiento cuando determinados créditos son negados, a pesar de que ellos responden a todos los ya señalados requisitos en materia de seguridad y liquidez; los fines para los cuales ellos son requeridos no provocan ninguna objeción en el plano político-económico y, finalmente, los clientes están dispuestos a satisfacer la tasa de interés establecida. Que, aun verificándose todas estas circunstancias, los créditos sean pura y simplemente rechazados no es algo que corresponda al modelo del mercado perfecto; pero el mercado crediticio no es un mercado perfecto. Al contrario, se le podría definir como mercado muy imperfecto (8). Tan es así que la mayoría de quienes solicitan crédito no tienen ninguna posibilidad de dirigirse con éxito a otro banco si aquél del cual son clientes habituales, no está dispuesto a conceder el crédito citado.

Los criterios seguidos y los métodos aplicados para seleccionar las solicitudes pueden ser distintos. A veces el banco se maneja sobre la base del volumen de su giro propio; otras veces tiene en cuenta la situación económica en general; en otras, aun, como sucede por ejemplo para las Cajas de Ahorro en Alemania, existen consideraciones de índole local (política comunal) que deben superarse. Entonces, el racionamiento no

(7) R. Stucken: "Die Konjunktoren im Wirtschaftsleben", Jena 1932, pág. 144 y pág. 152: "Deutsche Geld- und Kreditpolitik" 1914/53, Tübingen, 1953, pág. 80.

(8) Ver al respecto el examen minucioso hecho por Marcel Suchestow: "Die Unvollkommenheit, etc." ya citado y particularmente en pág. 91 y sig.

es un medio que debe dejarse de lado a priori dado que normalmente las tasas de interés, no obstante las situaciones estacionales y coyunturales, se mantienen relativamente estables, y notoriamente, no varían como los precios de los huevos. Por otra parte, cuando después se trata de expandir nuevamente el crédito no hay ninguna necesidad de introducir cambios en las condiciones existentes, bastando solamente atenuar, al respecto, los criterios aplicados anteriormente al efectuar el racionamiento de los créditos.

Si ahora, al término de esta rápida reseña, preguntamos cuál es en realidad la función de la tasa del interés, podemos responder que ella realiza una primera selección entre las demandas de crédito, entre los sujetos económicos que solicitan crédito nuevo. La tasa de interés excluye automáticamente del mercado a quien, en el nivel dado, no puede o no piensa pagarlo. Pero ella realiza tal exclusión —necesaria bajo el punto de vista político-monetario— no en forma aislada, sino en colaboración con los otros numerosos medios disponibles para el mismo fin. La tasa no es una grande, aislada figura, sino solamente “un peón en el tablero de la política monetaria”. Con respecto a los otros posibles medios de contralor del crédito, y teniendo además en cuenta que aun sin ella los hombres ahorrarían igualmente, la tasa del interés no surge como estrictamente necesaria; pero si se considera que gracias a ella una serie de complejos problemas pueden ser resueltos en la forma más simple, debe concluirse en que su eliminación no resultaría efectivamente oportuna (9).

Ha sido asignada mucha importancia a la “explicación” de la tasa de interés y de su nivel. Se piensa en la teoría residual de los clásicos, en la teoría de la productividad marginal de Thünen, en la teoría “del agio” de Bohm-Bawerk, en

(9) Ver Robert Nöll en *Wirtschaftsspiegel*, 1947, n. 3: “...la tasa del interés no es indispensable, no obstante que su eliminación no aparece como algo útil...”.

la teoría de la abstinencia de Marshall, en la teoría dinámica de Schumpeter, en la teoría de la liquidez de Keynes...

Según Schumpeter la tasa de interés puede subsistir únicamente en una economía dinámica, en la cual empresarios-pioneros realizan nuevas combinaciones productivas; pero ella tiene razón de subsistir aun en una economía estática para cualquiera que se ubique sobre el terreno bohm-bawerkiano, aceptando el principio de la mayor productividad conexas a los más largos ciclos productivos y considerando que, aun en la estática, los sujetos económicos deben también elegir entre distintas posibilidades alternativas, al combinar los factores productivos. Sobre el particular no hay más que recurrir a la otra teoría de Bohm-Bawerk, acerca de la desvalorización de los bienes futuros respecto de los presentes, bastando —para justificar la necesidad de la tasa de interés— referirse a la concepción casseliana que contrapone las infinitas posibilidades de empleo del capital con las limitadas disponibilidades del capital mismo.

A nuestro entender, ni aun la teoría de la liquidez, formulada por Keynes, ha procedido de manera distinta, sino que ha llevado a los keynesianos a un atolladero dentro del cual se debaten o, creyendo poseer a fondo la doctrina del Maestro, se han tranquilizado. Bien fundamentada, al respecto, aparece la demostración de Erich Schneider (10) según quien la doctrina de Keynes puede reducirse en último análisis, a la proposición de que la demanda y la oferta de crédito determinan el nivel de la tasa del interés. Para demostrar tal conclusión no había necesidad de una nueva teoría y esto tanto más cuanto que dicha teoría presupone un tipo de política monetaria de la cual hoy nos vamos alejando al punto que la realidad moderna no es más interpretable a la luz de la teoría misma.

(10) R. Schneider: "Zur Liquiditätstheorie des Zinses". "Weltwirtschaftliches Archiv", fasc. n. 62, 1949, pág. 122.

P A R T E I I

El contralor de la creación de moneda bancaria por parte del Banco Central.

Es sabido que existe la posibilidad de contralorear la creación de moneda por parte del sistema bancario, por intermedio del Banco Central, y esto porque cuando los bancos de crédito ordinario crean moneda escritural, necesitan además moneda legal que le es requerida por la clientela para efectuar pagos al contado, y porque los bancos de crédito ordinario tienden a aumentar sus reservas líquidas en relación al desarrollo de los depósitos realizados en ellos, creados o recibidos.

Además, la moneda legal y las reservas líquidas no pueden ser creadas por los mismos bancos, los cuales, al respecto, dependen del Banco Central. Por lo que mediante una oportuna dosificación de la moneda, creada por el Banco Central —billetes o créditos— éste puede regular todo el proceso de la creación de moneda. Téngase presente, sin embargo, que los instrumentos de los cuales los Bancos Centrales se suelen servir resultan más adaptados para limitar la creación de moneda bancaria, más bien que para expandirla cuando la débil coyuntura o fases de contracción económica, lo reclamen. Y téngase presente además que este poder del Banco Central para limitar la oferta de moneda bancaria, resulta problemático cuando el mismo Banco Central no está ya en condiciones de contralorear la creación de su propia moneda, ni las consecuencias que pueden derivar de ello sobre la capacidad de creación de moneda por parte de los bancos de crédito ordinario.

Cómo y por qué el Banco Central tiene menor aptitud para promover una expansión, antes que una limitación, de la moneda bancaria, es asunto que no podemos tratar en este

lugar. Aquí interesa profundizar el otro aspecto ya señalado, es decir, cómo y por qué el Banco Central puede encontrarse en situación de no poder obligar a los bancos a limitar la creación de moneda dentro del volumen deseado por él.

Se percibe, en primer término, que los bancos de crédito ordinario no tienen ninguna necesidad de recurrir al Banco Central para reaprovisionarse de moneda legal, cuando un volumen suficiente de tal moneda afluya directamente a ellos desde el sistema económico o cuando ellos ya disponen de reservas líquidas suficientemente importantes como para inducirlos directamente a reducir los coeficientes de liquidez.

En segundo lugar, los bancos no necesitan del Banco Central cuando determinados sujetos económicos, titulares de conspicuos créditos ante el Banco Central (pensamos, como caso típico, en el Estado) disponen de ellos para efectuar pagos. Fuera del hecho de que esto ya constituye creación de moneda, es evidente que gran parte de tal moneda afluye a los bancos de crédito ordinario, los cuales en esa forma ven aumentar su propia liquidez y pueden, sobre la base de ésta, crear ulteriormente moneda escritural.

Finalmente, parece que el Banco Central no puede contralorearse ni aun a sí mismo en cuanto es creador de moneda legal dado que, siendo prestamista de última instancia, constituye la última fuente de dinero a la cual el Estado recurre en caso de necesidad. Hoy por hoy, no se puede siquiera pensar en una suspensión de pagos por parte del Estado; los efectos serían muy graves, ni se podría suponer que el Estado no hiciera prevalecer su voluntad sobre el Banco Central, toda vez que éste quisiera oponerse también en el sentido de negarle ayuda y prácticamente, provocando por eso la quiebra. Del mismo modo el Banco Central no puede, en caso de necesidad típicamente política —pensamos en la guerra— oponer una negativa a las solicitudes gubernativas.

Hasta aquí se ha hablado de situaciones excepcionales, pero, en general, hasta el presente, el contralor de los Bancos Centrales sobre las posibilidades de creación de moneda por parte de los bancos de crédito ordinario, resulta siempre más problemático en relación al enorme desarrollo logrado por el endeudamiento estatal.

Si los bancos de crédito ordinario disponen de un volumen de títulos públicos a corto plazo, más elevado de lo que sea necesario para asegurar su indispensable nivel de liquidez, ellos tienen además la posibilidad de procurarse crédito adicional ante el Banco Central o solicitando anticipos sobre tales títulos o descontándolos. Y si el Banco Central niega anticipos o descuentos, ellos pueden siempre resolver el problema pidiendo el reembolso de los títulos a su vencimiento, negándose a renovarlos y, de cualquier modo que sea, a aceptar otros en su cartera. También para el sistema bancario en su conjunto viene a aumentar la base crediticia, dado que el Estado no está por lo general en condiciones de rescatar su deuda por medio de adelantos de presupuesto, sino, antes bien, si quiere efectuar igualmente tal reembolso debe movilizar disponibilidades de caja o directamente solicitar nuevos créditos al Banco Central.

No sucede otra cosa cuando la deuda pública, más que a corto plazo es a medio o a largo plazo y se aproximan importantes vencimientos sin que sea posible proceder al reembolso mediante entradas ordinarias. Es ésta en general una consecuencia del endeudamiento público inherente a la financiación de la guerra y ha adquirido importancia destacable aun en países ricos como Estados Unidos de América. Todo vencimiento grande, en tal caso viene a representar un peligro no solamente para el Ministerio de Hacienda sino también para los directores del Banco Central.

Se observa, además, que el Banco Central pierde el control sobre la creación de su propia moneda, —siempre en relación a la subsistencia de una importante deuda pública cuando, entre otras tareas, se le asignan la de sostener las cotizaciones de los títulos gubernativos a un cierto predeterminado nivel, como, por ejemplo, sucedió en los Estados Unidos de América hasta 1951. En ese caso, efectivamente, los títulos a largo plazo en poder de los bancos permiten a éstos procurarse todo el crédito deseado en el Banco Central, tal como si se tratara de títulos a corto plazo.

En este estado de cosas, es lógico preguntarse qué es lo que podría elegirse a fin de que la creación de moneda no vaya más lejos de lo que se ha llamado su “esfera suficiente”.

En primer lugar, se puede pensar que el Estado obliga a los Bancos de crédito ordinario a mantener en sus carteras, un cierto monto de títulos públicos proporcionado a sus obligaciones o al total de sus activos.

Si no se establece una obligación de este tipo, no resta sino darse cuenta de la insuficiencia de los contralores en sí mismos y tratar de inducir a los bancos a que mantengan voluntariamente aquel comportamiento que el Banco Central no está en condiciones de imponerles. En otros términos, se trata de hacer una tarea de persuasión y hacer un llamado al buen sentido, al sentido de disciplina o de patriotismo.

Bajo este aspecto, puede decirse, por ejemplo, que el Banco de Inglaterra había perdido en realidad, todo el poder coercitivo frente a la creación de moneda por parte de los bancos de crédito ordinario; y sin embargo, vemos que los grandes bancos ingleses están siempre dispuestos a tener en cuenta las recomendaciones hechas por el Banco Central y a no deshacerse —cuando esto no resultara oportuno— de los títulos públicos poseídos para expandir correspondientemente sus colocaciones privadas.

¿Podría esperarse que los bancos alemanes, llegado el caso, hicieran voluntariamente lo que el Banco Central no estuviera en condiciones de imponerles?

Además, la conducta de los bancos alemanes en ocasión del famoso “desarrollo crediticio” de 1938 no autoriza excesivas esperanzas al respecto (11). En Alemania, en efecto, no es ni siquiera imaginable aquel clima de colaboración que en Gran Bretaña se encuentra establecido, desde hace largo tiempo, entre el Banco Central y los bancos de crédito ordinario, sobre todo entre los principales. En consecuencia, es tanto más necesario que el Bank Deutscher Länder no pierda su contralor pleno sobre las capacidades de los bancos de crear moneda.

Además en el caso relativo a un fuerte desarrollo de la deuda pública, el Banco Central puede ver que se le escapa el contralor sobre la creación de moneda bancaria en relación a la estructura del balance de pagos en los límites por lo menos, en que contemporáneamente se intenta mantener estable el cambio.

Un saldo favorable del balance de pagos tiene como efecto que el Banco Central esté más o menos obligado a comprar oro y divisas, en contrapartida de los cuales aumentan los créditos que ante él mantienen los bancos de crédito ordinario; créditos que constituyen a su vez, la base para la creación de moneda escritural. Esto sin contar que los créditos a favor de los cedentes de oro y divisas hacen nacer otro poder de compra.

Hasta el grado en que la “esfera suficiente” de creación de moneda está determinada por la necesidad de proceder al reembolso de los débitos o por la finalidad de mantener estable el cambio, el aumento de los encajes bancarios, que deriva del saldo favorable del balance de pagos, puede, normalmente, considerarse que no contrasta con los fines prefijados. Pero

(11) Ver R. Stucken: “Deutsche Geldung Kreditpolitik”, 1914-1953, ya citado, pág. 154.

cuando, además de la estabilidad del cambio, se desea realizar también la estabilidad de los precios, llega a crearse una situación de escasez en razón de la cual el superávit del balance de pagos y el incremento de las reservas auríferas y monetarias, acumuladas en el Banco Central, aparecen como causa de desequilibrios. Pensamos, por ejemplo, en la situación del Sistema de la Reserva Federal Americana en los años que precedieron inmediatamente al estallido de la gran crisis mundial y a la del Banco Central suizo, más que en el Bank Deutscher Länder en 1954-55.

En esta exposición hemos reservado a propósito, el primer lugar para las condiciones generales del ambiente en que son aplicados los distintos instrumentos de contralor monetario que se encuentran a disposición del Banco Central, dado que, a nuestro entender, justamente de estas condiciones depende si el Banco Central puede disponer eficazmente, además que del redescuento y de los anticipos, también de otros instrumentos de contralor de la creación de moneda. Y deseamos destacar esto a pesar de haber luchado nosotros mismos para que otros medios de contralor del crédito fueran adoptados y sin que esto quiera, en la menor medida, poner en duda la oportunidad de que todos los posibles instrumentos estén igualmente a disposición del Banco Central.

Nos limitaremos primeramente a la *política del descuento*, que tratamos en primer lugar en homenaje a la tradición alemana, si bien ella, para algunos Bancos Centrales —nos referimos al Banco de Inglaterra y al Sistema de la Reserva Federal— no constituye hasta el presente el instrumento más importante del contralor de la creación de moneda.

Entendemos por política del descuento la reglamentación de las condiciones dentro de las cuales el Banco Central descuenta documentos, es decir, los acepta previa deducción, pre-

cisamente, de un descuento. Si es cierto que la operación de aceptación es lo principal; si es cierto que, hablando de la política del descuento, lo primero en lo que se piensa es el establecimiento o la variación de la tasa a la cual el descuento se realiza, es también cierto que otras condiciones de la operación tienen su propia importancia. Por ejemplo, el plazo, las firmas que los documentos deben contener para poder ser admitidos al descuento, el hecho que sean admitidos o no al descuento por el Banco Central documentos que no hayan sido ya descontados por un banco de crédito ordinario (el llamado "descuento directo", en contraposición al "redescuento"), etc. Otro elemento importante de la política del descuento es la selección, el tamiz cualitativo del título; y ya el hecho de que, para ser admitido al descuento, deba tratarse de un "buen documento comercial", viene a ofrecer la posibilidad de realizar, a su debido tiempo, las deseadas restricciones. Aun más a fondo actúa la selección cuando se da la preferencia a documentos vinculados a determinados tipos de negocios (por ejemplo, al comercio de exportación) y, por el contrario, se discriminan documentos ligados a otros tipos de negocios (por ejemplo, ventas a plazos).

Existe finalmente una práctica muy eficaz en esta materia, práctica ya ampliamente adoptada en Alemania por el Reichsbank y en la actualidad también por el Bank Deutscher Länder; queremos decir, el contingentamiento del redescuento. Esta expresión vendría a significar que son establecidas (y cambiadas a su debido tiempo) determinadas cifras-límites, que cada banco en particular no puede superar al presentar en conjunto documentos al redescuento ante el Banco Central.

Tales contingentes de redescuento tienen menos importancia cuando los mismos bancos, como norma, evitan recurrir al Banco Central (como ocurre por ejemplo en Gran Bretaña) o cuando tratan de endeudarse con el Banco Central solamen-

te a cortísimo plazo. Por el contrario, pueden asumir notable importancia cuando los bancos están propensos a requerir continuamente el apoyo del Banco Central, como sucedía en el Reich y como ocurre todavía en la República Federal, y cuando no se quiere hacer variar sensiblemente la tasa del interés o cuando se le quiere dejar fija a un nivel no adecuado a las condiciones del mercado. En tal caso, —es empleado por parte del Banco Central frente a los bancos de crédito ordinario—, una especie de racionamiento del crédito muy similar a la que ya se ha visto emplear por los bancos frente a sus clientes. Y también aquí es preciso darse cuenta que las normales, las pequeñas variaciones de la tasa del descuento constituyen un factor del costo, demasiado exiguo como para poder obtener una eficaz limitación en la demanda de redescuentos.

Si bien las variaciones de la tasa del descuento no están privadas de eficacia, ello depende de la misma razón ya señalada al considerar la importancia de la tasa de interés en las relaciones entre los bancos y los sujetos económicos: los cambios de la tasa de interés adquieren el significado de una “señal”; ellos advierten que el Banco Central, si fuera del caso, procederá con medios mucho más drásticos para limitar el crédito y el conocimiento de estas ulteriores posibilidades de que dispone el Banco Central induce a los bancos de crédito ordinario a limitar sus propias demandas y, con esto, a contener las concesiones de crédito.

Consideramos ahora el caso inverso, esto es, la posibilidad, —mediante la agilización del redescuento—, de aumentar el crédito otorgado por el Banco Central y, de este modo permitir una mayor expansión del crédito concedido por el sistema bancario.

Hasta que la situación económica general sea buena, pueden ser suficientes al respecto determinados cambios en las condiciones empleadas para el descuento. Pero cuando la activi-

dad económica se contrae, o precisamente retrocede, las facilidades del tipo señalado parecen poco eficaces aun si los bancos habitualmente recurren al redescuento y también si las tasas de interés empleadas por éstos, con respecto a la clientela, son rebajadas.

Sin embargo, las facilidades para el redescuento podrían tener mayor eficacia toda vez que, al mismo tiempo, los bancos estuvieran dispuestos a expandir los créditos a largo plazo o a atenuar sus pretensiones en lo que respecta a las garantías requeridas para los créditos concedidos. Se observa que tales facilidades, sin embargo, constituyen solamente un débil incentivo para que los bancos se coloquen en el camino indicado y, sobre todo, para expandir el volumen de los créditos concedidos. En efecto, los bancos, habiendo estado anteriormente endeudados con el Banco Central, en una fase de recesión económica, ven perfilarse la oportunidad de reembolsar los créditos obtenidos en el mismo Banco Central, pudiendo valerse al respecto del dinero que reaflye a ellos como consecuencia de la reducción del volumen de negocios, y de las reservas líquidas que llegan a ser excesivas en relación a la reducción del volumen de los depósitos.

Junto a la política de descuento hemos recordado la llamada política de los anticipos. En la República Federal, así como en la Alemania de otros tiempos, el crédito en anticipos por parte del Banco Central está muy poco difundido, también porque han predominado determinadas concepciones teóricas, según las cuales el descuento sería lo único preferible (pensamos por ejemplo en la tesis sostenida por Bendixen (12) acerca del método clásico de creación de moneda, sobre la base del descuento de simples documentos comerciales).

(12) Friedrich Bendixen: "Das Wesen des Geldes", München und Leipzig 1922, pág. 40-43.

Si se considera la operación de anticipo bajo el aspecto de la tasa de interés y del plazo, no puede negarse que ella presenta algunos inconvenientes respecto al descuento. Pero esto no significa que no pueda ser empleada útilmente con distintos fines, como efectivamente sucede en algunos países donde el anticipo es precisamente utilizado para permitir a los bancos usufructuar de crédito proporcionado por el Banco Central a más largo plazo. Y si después son también admitidos por el Banco Central títulos a largo plazo para cubrir sus propios anticipos, se da con esto la posibilidad a los bancos ordinarios de transformar el grado de liquidez de una parte de su cartera de títulos. En tal caso, el anticipo deja de ser una operación secundaria inocua del Banco Central, dado que, utilizándola en amplia medida y con escasa severidad, puede abrirse camino a una verdadera inflación, así como puede suceder empleando con escasa energía cualquier otro instrumento de la política del Banco Central.

Si, no obstante, a falta de una adecuada demanda de créditos a corto plazo, se considera oportuno estimular un cierto desarrollo de las inversiones a largo plazo, puede resultar entonces, adecuado a los fines propuestos utilizar el crédito de anticipo con modalidades de tasa y vencimiento que no sean más desventajosas que las del crédito de descuento. En cuyo caso, es además, posible, establecer contingentes de anticipos, así como se establecen contingentes de redescuentos.

Pasemos ahora a la política de mercado abierto, expresión que puede considerarse que responde a su verdadero significado únicamente si el Banco Central normalmente opera con un sector bien definido de clientela —por ejemplo, los bancos ordinarios y el Estado— y si existe una determinada esfera de actividad y de negocios en la cual el Banco Central puede, de tanto en tanto, intervenir saliendo de su esfera normal para operar de esa manera, así, en el “mercado abierto”.

Entendida en este sentido, la expresión puede aplicarse al sistema de los Bancos Centrales de Estados Unidos de América —Bancos de la Reserva Federal— los cuales normalmente mantenían el grueso de sus relaciones con los bancos afiliados al Sistema y, después, fuera de esto, podían operar en el mercado abierto mediante específicas intervenciones, entre las cuales en primer lugar estaba la compra-venta de títulos de renta fija. Por lo que la expresión “política del mercado abierto” ha llegado hoy a significar, en sentido lato, la compra-venta de tipos especiales de títulos por parte del Banco Central. Y es solamente en este sentido que puede decirse que, en el antiguo Reichsbank, la facultad de operar en el mercado abierto había sido conferida a partir de octubre de 1933, en cuanto, sólo a partir de tal fecha, ha sido mantenido prácticamente ilimitado el sector de la clientela que podía dirigirse a él para obtener crédito de descuento o de anticipo. La expresión adquiere significado más amplio todavía, actualmente, en la República Federal, dado que la “política de mercado abierto” equivale a una rama especial de la actividad del Bank Deutscher Länder, que compra y vende Bonos del Tesoro y otros títulos cotizados en el mercado monetario; cuando él, buscando restringir la oferta de dinero, vende títulos en el mercado, reduce los créditos que a él le pueden presentar los bancos ordinarios y, por el contrario, cuando compra títulos, expande los créditos de los bancos frente a él y de ese modo amplía la base crediticia del sistema bancario.

En los límites en que hay clientes de los bancos ordinarios para vender o comprar títulos, respectivamente demandados u ofrecidos por el Banco Central, los bancos ordinarios ven expandirse o contraerse los créditos presentados ante el Banco Central, y esto sin que hayan tomado ninguna iniciativa al respecto. De modo que puede suceder que cuando el Banco Central compra títulos en el mercado abierto, los ban-

cos ordinarios, viendo aumentar sus encajes más allá de los límites normales, son llevados a buscar nuevas colocaciones provechosas para tales reservas. Además, tales compras del Banco Central realizadas en el sector de los títulos a largo plazo, pueden modificar la situación del mercado de estos títulos, actuando en manera particular sobre sus cotizaciones, y el cambio citado puede además llevar a nuevas emisiones de títulos de aquel tipo y por lo tanto también, a nuevas inversiones en sectores que tienen necesidad particularmente de financiaciones a largo plazo.

En definitiva, la política de mercado abierto del Banco Central puede ejercer una influencia especial en el mercado de los títulos a largo plazo y también sobre el mercado de los bienes económicos cuando los bancos sean inducidos, por tal política, a comprar y vender títulos de aquel tipo, reforzando con esto la acción del Banco Central o, precisamente, multiplicando los efectos.

Otro instrumento de la política del Banco Central es la llamada "reserva obligatoria". En su forma originaria, la reserva obligatoria es aquella cuota-parte de las obligaciones de los bancos ordinarios que éstos, por ley, deben mantener bajo forma absolutamente líquida. Esta obligación de respetar determinadas tasas porcentuales de liquidez, garantiza al Banco Central contra la eventualidad de que los bancos ordinarios, por propia iniciativa, empleen tasas de interés inferiores al nivel reputado necesario. Y cuando los bancos ordinarios habitualmente observan los porcentajes de reservas prescriptos, no tienden a constituir reservas excesivas respecto a los mismos porcentajes y de este modo el Banco Central está garantido contra la eventualidad de que los bancos puedan variar los encajes en forma contraproducente para las directivas adoptadas por él.

Según la práctica más moderna, las variaciones de la reserva obligatoria son realizadas a través o por iniciativa del Banco Central. Hasta la época de la gran investigación bancaria alemana de 1933, el que escribe, siguiendo en esto el pensamiento de Keynes, había propuesto confiar al Banco Central el manejo de las reservas obligatorias de manera de conferir al mismo banco otro eficaz instrumento de contralor del crédito bancario. Fundamentalmente adecuadas a tal propuesta, resultaron las normas del artículo 16, parte 1, de la Ley Crediticia del 5 de diciembre de 1934, la cual se basaba precisamente sobre conclusiones obtenidas en el curso de la investigación citada. Y las razones de la actitud a ese respecto han sido, a su debido tiempo, ampliamente aclaradas por quien escribe esto (13). Disminuir los porcentajes de reserva significa hacer que los bancos se encuentren bien pronto en posesión de excedentes de reservas y, por lo tanto, estén inducidos a expandir el crédito. Elevar los mismos porcentajes significa que los bancos, inducidos a ajustar sus encajes líquidos a nuevos niveles, estén estimulados de este modo a limitar los créditos concedidos.

Prácticamente, hasta la época del colapso de 1945, no se había recurrido efectivamente a la citada facultad en Alemania. Aunque el principio había sido aplicado en Estados Unidos de América hasta 1935, sólo después de la reforma monetaria de 1948 el Bank Deutscher Länder se sintió inducido a considerar la política del encaje obligatorio como instrumento que se coloca en el mismo nivel de la política del descuento, y es un órgano del Banco Central alemán, precisamente el Consejo Bancario Central, el encargado de establecer cómo, cuándo y en cuánto van a ser modificados los porcentajes de encaje.

(13) R. Stucken: "Neue Liquiditätspolitik als Mittel der Kreditpolitik", "Bank-Archiv", año 34, 1934-35, pág. 152 y sig.

Numerosos son los problemas que pueden surgir en lo que respecta a la explicación concreta de la política de la reserva obligatoria. Por ejemplo, ¿es justo mantener sujetos a la obligación de encaje a los depósitos de ahorro también? Indudablemente, estos depósitos no son “moneda”, aun cuando en gran parte podrían retransformarse rápidamente en moneda mediante el retiro del depósito. Y si se aboliera la obligación de encaje para los depósitos de ahorro, ¿qué tratamiento debe darse a los depósitos a plazo fijo, recibidos por los bancos?. En Alemania se ha elegido el camino del medio, estableciendo que también los depósitos de ahorro están sujetos a la obligación de encaje, pero fijando, no obstante, para ellos, porcentajes más bajos que para los otros tipos de depósito. Además ¿en qué forma puede constituirse legalmente el encaje? ¿Sirven solamente al respecto los depósitos (o los créditos) que los bancos ordinarios tienen en el Banco Central, o sirven también el dinero en efectivo que existe en sus cajas?. Si se excluye del cómputo el dinero en caja se perjudica en forma notoria a los bancos pequeños, los cuales deben tener una cobertura relativamente más elevada respecto a los depósitos y, sobre todo, se llegaría a perjudicar a los bancos de aquellas plazas donde no existe una sucursal del Banco Central. Aquí también se ha recurrido a un expediente práctico, excluyendo sin más del cómputo del encaje las disponibilidades de caja pero graduando además los porcentajes de encaje en relación a la importancia de la plaza y del banco.

Se dedica asimismo algún comentario al efecto combinado y concomitante de los distintos instrumentos de la política bancaria central.

En Alemania todavía no se ha manifestado, en la materia, una tendencia clara y unívoca. En Gran Bretaña, por el

contrario, como ha sido exhaustivamente aclarado por Lutz en su conceptuoso estudio "Das Grundproblem der Geldverfassung" (Stoccarda y Berlín, 1936), se ha constituido una tradición bien precisa por la cual el Banco de Inglaterra, en general, no descuenta documentos y contralorea el mercado monetario mediante compra-venta de títulos en mercado abierto; mantiene la tasa del descuento a un nivel tan elevado que el mercado, en efecto, casi nunca recurre al descuento. De manera que el acento de su política es puesto sobre sus intervenciones en el mercado abierto.

Cuando el Banco Central se sirve al mismo tiempo de los dos instrumentos, se vislumbra el peligro de que la adquisición de títulos por parte del mismo banco, y por lo tanto, el mayor aflujo de reservas líquidas hacia los bancos ordinarios, provoque una reducción en la utilización del descuento o cierta resistencia a su utilización, con el resultado práctico de no permitir un aumento efectivo en los encajes de los bancos. Por otro lado, en el caso inverso, puede suceder que la venta de títulos por parte del Banco Central y, por lo tanto, una contracción en los encajes bancarios, induzca a los bancos ordinarios a recurrir más intensamente al redescuento, manteniendo en tal forma elevada su propia liquidez.

Cuando el Banco Central practica en general ya sea el descuento, ya sea la política de mercado abierto, ya sea —y esto lo agregamos nosotros— la política del encaje obligatorio, puede lograr los mismos resultados obtenidos en Gran Bretaña sólo si los bancos ordinarios acostumbran a recurrir al redescuento en forma determinada grosso modo y tienden a mantener invariada tal medida. En Alemania no puede decirse que exista al respecto una tradición estable. Por lo cual tanto más importante aparece el establecimiento de determinados

contingentes de redescuento por parte del Banco Central, ya que tiene el fin de asegurar, por lo menos, la eficacia de las intervenciones en el mercado abierto y de las variaciones del encaje obligatorio, dentro de los límites en que estos instrumentos son empleados con vistas a obtener una limitación del crédito.

RUDOLF STUCKEN