



ARTÍCULOS

Las Finanzas Públicas como auxilio u obstáculo a las actividades del Banco Central

Mario Fornaciari

Revista de Economía y Estadística, Vol. 5, No 3 (1943): 3º Trimestre, pp. 412-439.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/5920>



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:

Fornaciari, M. (1943) Las finanzas públicas como auxilio u obstáculo a las actividades del Banco Central. *Revista de Economía y Estadística*. Primer Época, Vol. 5, No 3: 3º Trimestre, pp. 412-439.

Disponible en: [<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/5920>](http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/5920)

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>

III

LAS FINANZAS PUBLICAS COMO AUXILIO U OBSTACULO A LAS ACTIVIDADES DEL BANCO CENTRAL

SUMARIO: 1) Relaciones y consecuencias, con respecto al Banco Central, de la actividad financiera por medio del complejo ingreso-gasto, particularmente los trabajos públicos. — 2) Acción de la actividad financiera sobre las tareas del Banco Central a través de las finalidades extrafiscales en la política del ingreso. — 3) Ayuda u obstáculo de las finanzas públicas al Banco Central a través de los efectos en el equilibrio económico de las medidas financieras aún sin finalidades extrafiscales.

1.— En la parte segunda se han analizado las repercusiones de las actividades del Banco Central sobre las finanzas, como asimismo, se han estudiado sus tareas de auxiliar de ellas y las conexiones entre economía monetaria y finanzas; en esta parte nos referiremos, brevemente, a las actividades de las finanzas públicas que pueden facilitar o trabar la acción del Banco Central.

La forma y sectores como y donde el Estado consigue los medios necesarios para desarrollar su acción y la inversión de los mismos, que configuran el complejo entrada-gasto, pueden facilitar la tarea del Banco Central o poner obstáculos a la misma.

Vimos en la parte primera que las consecuencias de las

finanzas sobre el equilibrio económico no sólo deben ser analizadas en el momento de la percepción del impuesto sino también en el momento del gasto. Para hacer más evidente estas conexiones podríamos referirnos a la política seguida en los últimos años por los Estados para mantener en actividad importantes sectores productivos, cuyos productos no encontraban colocación en el mercado internacional a causa de los acontecimientos políticos conocidos. Nos referiremos en particular a la República Argentina.

Por razones que no es del caso analizar, el gobierno argentino ha querido mantener en actividad a la clase agraria adquiriéndole sus productos. Para ello se trató de conseguir fondos, por el traspaso al Baneo Central, y de éste, a su vez, a un organismo especial, de los excedentes de encajes de los Bancos comerciales, por emisiones de títulos y obligaciones, y por la contratación de un empréstito en Estados Unidos. Estos fondos, calculados en más de 500 millones, se dedicarían a la adquisición de las cosechas (no consideramos aquí los fondos destinados al plan de construcción de viviendas). La masa monetaria que se iba a poner en actividad hubiera causado una inflación, y el plan así lo reconocía, trabando en esta forma la acción del Banco para mantener la estabilidad de la moneda. Pero al mismo tiempo, el plan dotaba al Banco de instrumentos y de poderes a fin de luchar contra la inflación. Tales eran las facultades para hacer en gran escala operaciones de mercado abierto y variaciones en las reservas de efectivo de los Bancos. Pero el plan no fué aprobado por el Congreso (sólo obtuvo la sanción de la Cámara de Senadores) (1).

El Estado al no conseguir la aprobación del plan re-

(1) El Plan de Reactivación Económica ante el H. Senado. — Buenos Aires, 1940. Publicación Oficial.

III

LAS FINANZAS PUBLICAS COMO AUXILIO U OBSTACULO A LAS ACTIVIDADES DEL BANCO CENTRAL

SUMARIO: 1) Relaciones y consecuencias, con respecto al Banco Central, de la actividad financiera por medio del complejo ingreso-gasto, particularmente los trabajos públicos. — 2) Acción de la actividad financiera sobre las tareas del Banco Central a través de las finalidades extrafiscales en la política del ingreso. — 3) Ayuda u obstáculo de las finanzas públicas al Banco Central a través de los efectos en el equilibrio económico de las medidas financieras aún sin finalidades extrafiscales.

1.— En la parte segunda se han analizado las repercusiones de las actividades del Banco Central sobre las finanzas, como asimismo, se han estudiado sus tareas de auxiliar de ellas y las conexiones entre economía monetaria y finanzas; en esta parte nos referiremos, brevemente, a las actividades de las finanzas públicas que pueden facilitar o trabar la acción del Banco Central.

La forma y sectores como y donde el Estado consigue los medios necesarios para desarrollar su acción y la inversión de los mismos, que configuran el complejo entrada-gasto, pueden facilitar la tarea del Banco Central o poner obstáculos a la misma.

Vimos en la parte primera que las consecuencias de las

finanzas sobre el equilibrio económico no sólo deben ser analizadas en el momento de la percepción del impuesto sino también en el momento del gasto. Para hacer más evidente estas conexiones podríamos referirnos a la política seguida en los últimos años por los Estados para mantener en actividad importantes sectores productivos, cuyos productos no encontraban colocación en el mercado internacional a causa de los acontecimientos políticos conocidos. Nos referiremos en particular a la República Argentina.

Por razones que no es del caso analizar, el gobierno argentino ha querido mantener en actividad a la clase agraria adquiriéndole sus productos. Para ello se trató de conseguir fondos, por el traspaso al Baneo Central, y de éste, a su vez, a un organismo especial, de los excedentes de encajes de los Bancos comerciales, por emisiones de títulos y obligaciones, y por la contratación de un empréstito en Estados Unidos. Estos fondos, calculados en más de 500 millones, se dedicarían a la adquisición de las cosechas (no consideramos aquí los fondos destinados al plan de construcción de viviendas). La masa monetaria que se iba a poner en actividad hubiera causado una inflación, y el plan así lo reconocía, trabando en esta forma la acción del Banco para mantener la estabilidad de la moneda. Pero al mismo tiempo, el plan dotaba al Banco de instrumentos y de poderes a fin de luchar contra la inflación. Tales eran las facultades para hacer en gran escala operaciones de mercado abierto y variaciones en las reservas de efectivo de los Bancos. Pero el plan no fué aprobado por el Congreso (sólo obtuvo la sanción de la Cámara de Senadores) (1).

El Estado al no conseguir la aprobación del plan re-

(1) El Plan de Reactivación Económica ante el H. Senado. — Buenos Aires, 1940. Publicación Oficial.

currió a otros medios para financiar la ayuda a los agricultores. Recurrió al crédito en el Banco de la Nación Argentina.

Los medios de pago creados para este fin sobrepasaron los 1.000 millones de pesos moneda nacional y el encaje del Banco de la Nación cayó hasta cerca del 10 %. Este aumento de medios de pago provocó una inflación que se ha sentido, sobre todo, en el año 1942 y contra la cual el Banco Central no ha podido luchar por carencia de medios para hacerlo.

Por la Ley N°. 12.817 del 17 de Octubre de 1942 se ha autorizado al Poder Ejecutivo a consolidar la deuda proveniente de la compra de las cosechas, emitiendo obligaciones hasta la suma de 750 millones de pesos moneda nacional, con una amortización del 5 % y un interés del $2\frac{3}{4}$ %. El Poder Ejecutivo ha hecho uso de esta autorización en el mes de Enero del corriente año emitiendo los títulos por la suma autorizada. Estos títulos pueden dar lugar a emisiones del Banco Central aumentando el medio circulante, sea en forma de billetes, sea en forma de créditos, en las cuentas que mantienen los Bancos en el Banco Central, porque por el artículo 5°. se autoriza al Banco de la Nación a convenir con el Banco Central las condiciones en que éste se comprometerá a adquirir dichos títulos o conceder créditos con caución de los mismos. Este convenio puede servir finalidades que el Banco Central crea conveniente alcanzar, ya que las compras o cauciones se harán en la forma que el Banco considere apropiada, siempre que la apreciación de esa conveniencia sea hecha por el Banco Central libre de presiones que intereses de otro orden pudieran ejercer, y entendida así, la operación financiera del gobierno nacional puede favorecer la política del Banco reforzada ahora en los medios para actuarla, ya que el artículo 6°. de la Ley citada lo autoriza a usarlos en operaciones de mercado

abierto, las que antes estaban limitadas a los bonos del Tesoro Nacional. Como los títulos pueden computarse como efectivo hasta la suma total de 400 millones, la liquidez de los Bancos se verá mejorada, y si la concesión de nuevos créditos no está presidida por un propósito efectivo de conseguir aumentos en la producción de bienes se dará lugar a una nueva inflación, contrariando por esta vía los propósitos de la política monetaria.

La sola política monetaria es muchas veces insuficiente para conseguir los efectos deseados, sobre todo si se trata de salir de un período de depresión. En este caso, encuentra un auxiliar poderoso en la política financiera, principalmente en la ejecución de obras públicas.

Los grandes planes de obras públicas concebidos y ejecutados para aliviar situaciones de crisis, producir una reactivación económica y solucionar el problema de la desocupación, tienen a través del complejo ingreso-gasto, con el cual se materializan, una gran importancia para la economía monetaria de un país, y en consecuencia, para las tareas del Banco Central encargado de su dirección.

Los trabajos públicos, como todo gasto público, producen, desde el momento de obtener los medios financieros que permiten llevarlos a cabo, hasta que han sido totalmente realizados, efectos que se extienden por la economía y se prolongan en lapsos de variable duración (para algunos sectores sus efectos pueden extenderse por largos períodos de tiempo) dentro del sistema económico. En teoría se ha propugnado el empleo de los trabajos públicos como medio estabilizador económico dentro de la probada inestabilidad con que la economía se desenvuelve en el tiempo (2). Por ello es que los Estados en los últimos

(2) ARTHUR DE GAYER. — Obras Públicas en la prosperidad y en las crisis. Editorial Argentina de Finanzas y Administración, 1942. B. S. CHLEPNER. — Inversiones públicas y coyuntura económica. — Revista de Hacienda. Méjico 1939, págs. 229 al 236.

currió a otros medios para financiar la ayuda a los agricultores. Recurrió al crédito en el Banco de la Nación Argentina.

Los medios de pago creados para este fin sobrepasaron los 1.000 millones de pesos moneda nacional y el encaje del Banco de la Nación cayó hasta cerca del 10 %. Este aumento de medios de pago provocó una inflación que se ha sentido, sobre todo, en el año 1942 y contra la cual el Banco Central no ha podido luchar por carencia de medios para hacerlo.

Por la Ley N°. 12.817 del 17 de Octubre de 1942 se ha autorizado al Poder Ejecutivo a consolidar la deuda proveniente de la compra de las cosechas, emitiendo obligaciones hasta la suma de 750 millones de pesos moneda nacional, con una amortización del 5 % y un interés del $2\frac{3}{4}$ %. El Poder Ejecutivo ha hecho uso de esta autorización en el mes de Enero del corriente año emitiendo los títulos por la suma autorizada. Estos títulos pueden dar lugar a emisiones del Banco Central aumentando el medio circulante, sea en forma de billetes, sea en forma de créditos, en las cuentas que mantienen los Bancos en el Banco Central, porque por el artículo 5°. se autoriza al Banco de la Nación a convenir con el Banco Central las condiciones en que éste se comprometerá a adquirir dichos títulos o conceder créditos con caución de los mismos. Este convenio puede servir finalidades que el Banco Central crea conveniente alcanzar, ya que las compras o cauciones se harán en la forma que el Banco considere apropiada, siempre que la apreciación de esa conveniencia sea hecha por el Banco Central libre de presiones que intereses de otro orden pudieran ejercer, y entendida así, la operación financiera del gobierno nacional puede favorecer la política del Banco reforzada ahora en los medios para actuarla, ya que el artículo 6°. de la Ley citada lo autoriza a usarlos en operaciones de mercado

abierto, las que antes estaban limitadas a los bonos del Tesoro Nacional. Como los títulos pueden computarse como efectivo hasta la suma total de 400 millones, la liquidez de los Bancos se verá mejorada, y si la concesión de nuevos créditos no está presidida por un propósito efectivo de conseguir aumentos en la producción de bienes se dará lugar a una nueva inflación, contrariando por esta vía los propósitos de la política monetaria.

La sola política monetaria es muchas veces insuficiente para conseguir los efectos deseados, sobre todo si se trata de salir de un período de depresión. En este caso, encuentra un auxiliar poderoso en la política financiera, principalmente en la ejecución de obras públicas.

Los grandes planes de obras públicas concebidos y ejecutados para aliviar situaciones de crisis, producir una reactivación económica y solucionar el problema de la desocupación, tienen a través del complejo ingreso-gasto, con el cual se materializan, una gran importancia para la economía monetaria de un país, y en consecuencia, para las tareas del Banco Central encargado de su dirección.

Los trabajos públicos, como todo gasto público, producen, desde el momento de obtener los medios financieros que permiten llevarlos a cabo, hasta que han sido totalmente realizados, efectos que se extienden por la economía y se prolongan en lapsos de variable duración (para algunos sectores sus efectos pueden extenderse por largos períodos de tiempo) dentro del sistema económico. En teoría se ha propugnado el empleo de los trabajos públicos como medio estabilizador económico dentro de la probada inestabilidad con que la economía se desenvuelve en el tiempo (2). Por ello es que los Estados en los últimos

(2) ARTHUR DE GAYER. — Obras Públicas en la prosperidad y en las crisis. Editorial Argentina de Finanzas y Administración, 1942. B. S. CHLEPNER. — Inversiones públicas y coyuntura económica. — Revista de Hacienda. Méjico 1939, págs. 229 al 236.

tiempos los han empleado en forma cada vez mayor para influir por su intermedio y de manera indirecta sobre las variaciones cíclicas.

Este importante capítulo de los gastos públicos que puede alcanzar en su aplicación volúmenes considerables (3), permite accionar sobre la economía, ayudando, en los períodos de depresión, a conseguir el resurgimiento económico. La inversión primaria que realiza el Estado producirá efectos de “incidencia”, sobre los sectores directamente alcanzados por los gastos y con ello se logrará un primer aumento en la ocupación de brazos, en la demanda de bienes de consumo y de producción o instrumentales. Este efecto producirá a su vez efectos de “traslación”, que provocarán nuevos aumentos en la ocupación de brazos, en la demanda de bienes de consumo y de producción los que se extenderán en ondas de repercusiones secundarias, pero de intensidad decreciente, según sea la relación entre cantidad ahorrada y consumida por las distintas clases sociales y categorías de obreros y empleados ocupados, sea por el Estado directamente en los trabajos públicos, o sea por las empresas privadas, que ven aumentado el volumen de sus operaciones con motivo del incremento de la demanda que se origina por parte del ente público, como así por el mayor consumo de los individuos que se van ocupando en los diversos estadios de la producción que se puso en marcha a causa del gasto estatal. Una disminución en el volumen de los gastos públicos puede producir los mismos efectos en sentido contrario. De la comprobación práctica de estos efectos de los trabajos públicos se ha elaborado la teoría del multiplicador (Kahn, Key-

(3) Sobre el particular ver: *Travaux du Congrès International des Sciences Economiques. — Des Fonds spéciaux dans les Finances Publiques et plus particulièrement des programmes de Travaux Publics.* — París, 1937.

nes) (4) y su complementaria la de la aceleración (J. M. Clark, A. C. Pigou y R. F. Harrod) (5), que procuran alcanzar en forma matemática la medida precisa del volumen total de inversiones que se formará, agregando a la inversión primaria del Estado, todas las inversiones que se originarán con motivo de las sucesivas e indefinidas repercusiones secundarias.

Por lo expuesto, vemos que la actividad financiera puede, por medio de los trabajos públicos, accionar sobre la estructura económica, influyéndola en el sentido de ayudarla a salir de la depresión aumentando los trabajos, o de colaborar en la detención de un auge exagerado disminuyéndolos o anulándolos cuando fuere posible.

Pero esta importante medida financiera podrá servir al Estado para influir la economía en un sentido dado, o para lograr determinados fines, siempre que se tenga en cuenta que los efectos que producirá serán consecuencia de su funcionamiento integral, es decir, en su doble aspecto del ingreso y del gasto. Esto evidencia que desde el punto de vista económico-financiero interesan particularmente dos aspectos: la financiación y la oportunidad de su ejecución. En ambos momentos, por sus repercusiones sobre la economía, se hará sentir su influencia sobre la economía monetaria dirigida por el Banco Central, quien con su acción podrá ayudar u obstaculizar la actividad financiera, y ésta a su vez, por su acción sobre la economía po-

(4) KAHN. — *The relation of home investment to unemployment.* (Economic Journal). KEYNES. *The General Theory of Employment interest and money.* London. Macmillan, 1939.

(5) J. M. CLARK. — *Business acceleration and the law of Demand.* Journal of Political Economy. Marzo, 1917. A. C. PIGOU. — *Relations between Capital Goods and Finished Products in the Business Cycle.* Economic Essays in Honour of WESLEY CLAIR MITCHEL. Nueva York, 1935. R. F. HARROD. — *The Trade Cycle.* Oxford, 1936.

tiempos los han empleado en forma cada vez mayor para influir por su intermedio y de manera indirecta sobre las variaciones cíclicas.

Este importante capítulo de los gastos públicos que puede alcanzar en su aplicación volúmenes considerables (3), permite accionar sobre la economía, ayudando, en los períodos de depresión, a conseguir el resurgimiento económico. La inversión primaria que realiza el Estado producirá efectos de "incidencia", sobre los sectores directamente alcanzados por los gastos y con ello se logrará un primer aumento en la ocupación de brazos, en la demanda de bienes de consumo y de producción o instrumentales. Este efecto producirá a su vez efectos de "traslación", que provocarán nuevos aumentos en la ocupación de brazos, en la demanda de bienes de consumo y de producción los que se extenderán en ondas de repercusiones secundarias, pero de intensidad decreciente, según sea la relación entre cantidad ahorrada y consumida por las distintas clases sociales y categorías de obreros y empleados ocupados, sea por el Estado directamente en los trabajos públicos, o sea por las empresas privadas, que ven aumentado el volumen de sus operaciones con motivo del incremento de la demanda que se origina por parte del ente público, como así por el mayor consumo de los individuos que se van ocupando en los diversos estadios de la producción que se puso en marcha a causa del gasto estatal. Una disminución en el volumen de los gastos públicos puede producir los mismos efectos en sentido contrario. De la comprobación práctica de estos efectos de los trabajos públicos se ha elaborado la teoría del multiplicador (Kahn, Key-

(3) Sobre el particular ver: *Travaux du Congrès International des Sciences Economiques. — Des Fonds spéciaux dans les Finances Publiques et plus particulièrement des programmes de Travaux Publics.* — París, 1937.

nes) (4) y su complementaria la de la aceleración (J. M. Clark, A. C. Pigou y R. F. Harrod) (5), que procuran alcanzar en forma matemática la medida precisa del volumen total de inversiones que se formará, agregando a la inversión primaria del Estado, todas las inversiones que se originarán con motivo de las sucesivas e indefinidas repercusiones secundarias.

Por lo expuesto, vemos que la actividad financiera puede, por medio de los trabajos públicos, accionar sobre la estructura económica, influyéndola en el sentido de ayudarla a salir de la depresión aumentando los trabajos, o de colaborar en la detención de un auge exagerado disminuyéndolos o anulándolos cuando fuere posible.

Pero esta importante medida financiera podrá servir al Estado para influir la economía en un sentido dado, o para lograr determinados fines, siempre que se tenga en cuenta que los efectos que producirá serán consecuencia de su funcionamiento integral, es decir, en su doble aspecto del ingreso y del gasto. Esto evidencia que desde el punto de vista económico-financiero interesan particularmente dos aspectos: la financiación y la oportunidad de su ejecución. En ambos momentos, por sus repercusiones sobre la economía, se hará sentir su influencia sobre la economía monetaria dirigida por el Banco Central, quien con su acción podrá ayudar u obstaculizar la actividad financiera, y ésta a su vez, por su acción sobre la economía po-

(4) KAHN. — *The relation of home investment to unemployment.* (Economic Journal). KEYNES. *The General Theory of Employment interest and money.* London. Macmillan, 1939.

(5) J. M. CLARK. — *Business acceleration and the law of Demand.* Journal of Political Economy. Marzo, 1917. A. C. PIGOU. — *Relations between Capital Goods and Finished Products in the Business Cycle.* Economic Essays in Honour of WESLEY CLAIR MITCHEL. Nueva York, 1935. R. F. HARROD. — *The Trade Cycle.* Oxford, 1936.

drá favorecer o entorpecer la acción de las autoridades monetarias.

En efecto, las obras públicas para ser llevadas a cabo necesitan de un elemento indispensable: medios de pago. Aquí nos encontramos con uno de los aspectos citados; la financiación. Para ello se puede recurrir a los medios financieros clásicos: impuestos, empréstitos y préstamos directos del Banco Central al Estado.

Los impuestos, en general, tienen efectos deflatorios y por ello pueden ser auxiliares eficaces de los encargados de vigilar el sistema monetario cuando quieren combatir una inflación. Se sostiene que los trabajos públicos financiados con impuestos, tasas o contribuciones especiales, no crean un aumento neto de la demanda total de bienes de consumo, reduciéndose sus efectos tan solo a una simple transferencia de la demanda de algunas categorías de individuos a otras (6). Pero esto sería lógico si todas las categorías de individuos tuvieran los mismos hábitos y propensiones acerca del consumo, del ahorro y forma de conservar sus réditos. En cambio, si aceptamos que existen diferencias sobre esos respectos, podemos inferir que no habrá tan solo simples transferencias de demanda, sino que también variaciones más profundas que afectarán al sistema monetario. Si el Estado cobrando tributos sobre clases poco propensas a conservar sus disponibilidades en forma de depósitos bancarios, efectúa por medio de este gasto público desembolsos a favor de individuos con costumbres económicas más evolucionadas que utilizan los Bancos para el manejo de su dinero a la vez que lo emplean con más rapidez en sus inversiones, puede resultar que se produzca un aumento en el volumen de las reservas ban-

(6) C. BRESCIANI-TURRONI. — *Osservazioni sulla teoria del moltiplicatore*. Rivista Bancaria. Agosto, 1939, pág. 694. B. S. CHLEPNER. Publ. cit., pág. 234.

carias y paralelamente una mayor velocidad de la circulación monetaria por una mejor utilización de los medios monetarios en el mercado. Con esto podría reforzarse una tendencia inflacionaria y resultar la medida financiera ayuda de las funciones del Banco Central si éste propicia una expansión monetaria o crediticia, y un obstáculo si propicia lo contrario.

Los planes de trabajos públicos, con carácter continuo, financiados con tributos obtenidos de fuertes gravámenes progresivos sobre los réditos altos y medios, también pueden tener poder inflacionario, porque a la vez que por medio del gasto el Estado pone mayor poder de compra en manos de categorías de consumidores activos, en el tiempo se puede originar un desaliento en la categoría de los empresarios que por virtud del nuevo gravámen verán reducidos sus réditos netos, lo cual puede originar una disminución en el volumen de la producción o detener ulteriores desarrollos. También en este caso las autoridades monetarias podrán verse auxiliadas o entorpecidas en sus funciones por la acción de la medida financiera.

La financiación por medio de gravámenes a los consumos y a los réditos más bajos es tal vez la dotada de menor influencia sobre la economía monetaria, aunque en un primer momento y si el Estado tarda en devolver al mercado el dinero por medio del gasto, puede originarse una corriente deflatoria porque se ha restado poder de compra a los individuos alcanzados por los impuestos.

Hasta ahora nos hemos ocupado de la financiación por medio de los impuestos. Pero es necesario tener en cuenta que para que los trabajos públicos puedan actuar como medio nivelador de las variaciones conjunturales es necesario que alcancen un gran volumen. Son, pues, gastos extraordinarios que reclaman recursos extraordinarios. Por ello es lógico suponer que para su realización se recurra

drá favorecer o entorpecer la acción de las autoridades monetarias.

En efecto, las obras públicas para ser llevadas a cabo necesitan de un elemento indispensable: medios de pago. Aquí nos encontramos con uno de los aspectos citados; la financiación. Para ello se puede recurrir a los medios financieros clásicos: impuestos, empréstitos y préstamos directos del Banco Central al Estado.

Los impuestos, en general, tienen efectos deflatorios y por ello pueden ser auxiliares eficaces de los encargados de vigilar el sistema monetario cuando quieren combatir una inflación. Se sostiene que los trabajos públicos financiados con impuestos, tasas o contribuciones especiales, no crean un aumento neto de la demanda total de bienes de consumo, reduciéndose sus efectos tan solo a una simple transferencia de la demanda de algunas categorías de individuos a otras (6). Pero esto sería lógico si todas las categorías de individuos tuvieran los mismos hábitos y propensiones acerca del consumo, del ahorro y forma de conservar sus réditos. En cambio, si aceptamos que existen diferencias sobre esos respectos, podemos inferir que no habrá tan solo simples transferencias de demanda, sino que también variaciones más profundas que afectarán al sistema monetario. Si el Estado cobrando tributos sobre clases poco propensas a conservar sus disponibilidades en forma de depósitos bancarios, efectúa por medio de este gasto público desembolsos a favor de individuos con costumbres económicas más evolucionadas que utilizan los Bancos para el manejo de su dinero a la vez que lo emplean con más rapidez en sus inversiones, puede resultar que se produzca un aumento en el volumen de las reservas ban-

(6) C. BRESCIANI-TURRONI. — *Osservazioni sulla teoria del moltiplicatore*. Rivista Bancaria. Agosto, 1939, pág. 694. B. S. CHLEPNER. Publ. cit., pág. 234.

carias y paralelamente una mayor velocidad de la circulación monetaria por una mejor utilización de los medios monetarios en el mercado. Con esto podría reforzarse una tendencia inflacionaria y resultar la medida financiera ayuda de las funciones del Banco Central si éste propicia una expansión monetaria o crediticia, y un obstáculo si propicia lo contrario.

Los planes de trabajos públicos, con carácter continuo, financiados con tributos obtenidos de fuertes gravámenes progresivos sobre los réditos altos y medios, también pueden tener poder inflacionario, porque a la vez que por medio del gasto el Estado pone mayor poder de compra en manos de categorías de consumidores activos, en el tiempo se puede originar un desaliento en la categoría de los empresarios que por virtud del nuevo gravámen verán reducidos sus réditos netos, lo cual puede originar una disminución en el volumen de la producción o detener ulteriores desarrollos. También en este caso las autoridades monetarias podrán verse auxiliadas o entorpecidas en sus funciones por la acción de la medida financiera.

La financiación por medio de gravámenes a los consumos y a los réditos más bajos es tal vez la dotada de menor influencia sobre la economía monetaria, aunque en un primer momento y si el Estado tarda en devolver al mercado el dinero por medio del gasto, puede originarse una corriente deflatoria porque se ha restado poder de compra a los individuos alcanzados por los impuestos.

Hasta ahora nos hemos ocupado de la financiación por medio de los impuestos. Pero es necesario tener en cuenta que para que los trabajos públicos puedan actuar como medio nivelador de las variaciones conjunturales es necesario que alcancen un gran volumen. Son, pues, gastos extraordinarios que reclaman recursos extraordinarios. Por ello es lógico suponer que para su realización se recurra

con más frecuencia a los empréstitos que a los impuestos. Los grandes planes de obras públicas ejecutados en los últimos años por los grandes países, tales como Estados Unidos, Francia, Alemania, Italia, Gran Bretaña, han sido principalmente realizados mediante el recurso de los empréstitos. Para nuestro país también tuvimos un plan de obras públicas de gran volumen en el proyecto del ex-ministro Pinedo, el que no alcanzó la sanción de nuestro Congreso Nacional. Trataremos de establecer, cómo este medio de financiación en sus distintas formas, actúa sobre la economía monetaria regida por el Banco Central, auxiliándolo u obstaculizándolo en sus funciones.

Si los empréstitos son obtenidos del ahorro voluntario, los efectos sobre el mercado monetario y de éste a los diversos sectores de la producción, pueden resultar poco sensibles, pero sin dejar de sentirse en cierto modo. El Estado al concurrir demandando ahorro se acopla a los demandantes habituales de capitales y crea una competencia que puede provocar un alza en la tasa del interés la que incidirá sobre los costes de producción. Pero este fenómeno del alza de la tasa del interés estará supeditado a la condición de que el ahorro esté o no totalmente invertido. También es necesario considerar que por las seguridades y conveniencias brindadas por la inversión que ofrecen los títulos del Estado se pueden desviar las corrientes de ahorro de las inversiones que ya se habían canalizado en el sistema económico, produciendo variaciones en la producción total. Este medio de financiar los trabajos públicos no produce variaciones en la cantidad absoluta de medios de pago, ya que la resultante será un cambio en los titulares de las disponibilidades, cambio que se producirá con la mediación del Estado, quien a través del gasto originado por los trabajos públicos pondrá en definitiva esas disponibilidades en manos de proveedores, empresarios, obre-

ros, etc. La mayor actividad promovida por los trabajos públicos, al provocar la reactivación económica, puede también inducir a los Bancos a crear nueva moneda para hacer frente a la demanda de créditos que se verá incrementada por parte de los empresarios que consideren propicia la situación para ampliar su producción.

En un primer momento, si las cantidades absolutas no varían, puede variar la velocidad de circulación de la moneda, si los ahorros con que fué financiado el empréstito estaban ociosos y el Estado por medio del gasto los transfiere a clases activas, productoras o consumidoras. Ahora bien, como el aumento de velocidad de circulación es igual que aumento de medios de pago, puede el Estado, por medio de esta medida financiera provocar variaciones en los precios y por consiguiente alteraciones en el valor de la moneda; alteraciones cuyas tendencias serán difíciles de prever y medir, (máxime si los trabajos públicos alcanzan un gran volumen) por las indefinidas repercusiones a que dará origen la inversión del Estado y en las que se hallarán involucradas variadísimas clases y categorías de individuos. Si la acrecida demanda de bienes de producción y consumo provocada por los trabajos públicos produce una reacción estimulante dentro de la economía, a la que el aparato de la producción del país responde en forma equivalente, es decir, poniendo en el mercado una oferta tal de cantidad de bienes que compense la demanda, es posible que la mayor velocidad de circulación de la moneda no provoque alteraciones en su valor ni muy sensibles ni muy duraderas. Vemos que en este caso la medida financiera a través del complejo ingreso-gasto puede no tener mayores consecuencias sobre las funciones del Banco Central.

También el Estado puede obtener los medios necesarios

con más frecuencia a los empréstitos que a los impuestos. Los grandes planes de obras públicas ejecutados en los últimos años por los grandes países, tales como Estados Unidos, Francia, Alemania, Italia, Gran Bretaña, han sido principalmente realizados mediante el recurso de los empréstitos. Para nuestro país también tuvimos un plan de obras públicas de gran volumen en el proyecto del ex-ministro Pinedo, el que no alcanzó la sanción de nuestro Congreso Nacional. Trataremos de establecer, cómo este medio de financiación en sus distintas formas, actúa sobre la economía monetaria regida por el Banco Central, auxiliándolo u obstaculizándolo en sus funciones.

Si los empréstitos son obtenidos del ahorro voluntario, los efectos sobre el mercado monetario y de éste a los diversos sectores de la producción, pueden resultar poco sensibles, pero sin dejar de sentirse en cierto modo. El Estado al concurrir demandando ahorro se acopla a los demandantes habituales de capitales y crea una competencia que puede provocar un alza en la tasa del interés la que incidirá sobre los costes de producción. Pero este fenómeno del alza de la tasa del interés estará supeditado a la condición de que el ahorro esté o no totalmente invertido. También es necesario considerar que por las seguridades y conveniencias brindadas por la inversión que ofrecen los títulos del Estado se pueden desviar las corrientes de ahorro de las inversiones que ya se habían canalizado en el sistema económico, produciendo variaciones en la producción total. Este medio de financiar los trabajos públicos no produce variaciones en la cantidad absoluta de medios de pago, ya que la resultante será un cambio en los titulares de las disponibilidades, cambio que se producirá con la mediación del Estado, quien a través del gasto originado por los trabajos públicos pondrá en definitiva esas disponibilidades en manos de proveedores, empresarios, obre-

ros, etc. La mayor actividad promovida por los trabajos públicos, al provocar la reactivación económica, puede también inducir a los Bancos a crear nueva moneda para hacer frente a la demanda de créditos que se verá incrementada por parte de los empresarios que consideren propicia la situación para ampliar su producción.

En un primer momento, si las cantidades absolutas no varían, puede variar la velocidad de circulación de la moneda, si los ahorros con que fué financiado el empréstito estaban ociosos y el Estado por medio del gasto los transfiere a clases activas, productoras o consumidoras. Ahora bien, como el aumento de velocidad de circulación es igual que aumento de medios de pago, puede el Estado, por medio de esta medida financiera provocar variaciones en los precios y por consiguiente alteraciones en el valor de la moneda; alteraciones cuyas tendencias serán difíciles de prever y medir, (máxime si los trabajos públicos alcanzan un gran volumen) por las indefinidas repercusiones a que dará origen la inversión del Estado y en las que se hallarán involucradas variadísimas clases y categorías de individuos. Si la acrecida demanda de bienes de producción y consumo provocada por los trabajos públicos produce una reacción estimulante dentro de la economía, a la que el aparato de la producción del país responde en forma equivalente, es decir, poniendo en el mercado una oferta tal de cantidad de bienes que compense la demanda, es posible que la mayor velocidad de circulación de la moneda no provoque alteraciones en su valor ni muy sensibles ni muy duraderas. Vemos que en este caso la medida financiera a través del complejo ingreso-gasto puede no tener mayores consecuencias sobre las funciones del Banco Central.

También el Estado puede obtener los medios necesarios

para la financiación recurriendo al sistema bancario (7). Los Bancos abrirán depósitos a nombre del Estado, los que serán depósitos derivados que hacen funciones de moneda. El Estado pagará a sus proveedores y empresarios, y éstos a los factores de producción que tengan empleados. Si el movimiento continúa, los empresarios se verán obligados a aumentar el empleo de factores de producción. Con ello se creará poder adquisitivo que al hacerse presente en el mercado, y supuesto que esté próximo a alcanzarse el empleo total, o se haya alcanzado, se iniciará el aumento de los precios. El aumento de los precios hará sentir a los individuos la necesidad de aumentar el dinero de sus Cajas para realizar sus compras haciendo frente al creciente aumento de los mismos. Y si esa necesidad de dinero efectivo de los individuos, que se satisface recurriendo a los Bancos, va en aumento, puede llegar a producir un drenaje de proporciones en el sistema bancario el que se verá obligado a recurrir al Banco Central, quien, si apoya el movimiento, para poder mantener la liquidez del sistema aumentará la emisión de billetes, o aumentará los saldos acreedores que los Bancos tienen en él, lo que es lo mismo que aumentar la emisión (8). También para este caso será necesario tener en cuenta la acción estimulante que en la economía general producen los trabajos públicos multiplicando y acelerando la producción de bienes, lo cual puede detener el poder inflacionario que lleva en sí este medio de financiación, pero si la inflación está en pleno auge los trabajos públicos financiados de esta manera creemos que con-

(7) Este medio es el más propiciado por los autores, por lo menos para la primera fase de un gran plan de obras públicas en períodos de depresión. En este sentido ver: C. BRESCIANI-TURRONI. Op. cit., pág. 694. MIHAIL MANOILESCO. — *Le financement des travaux publics et leur effet come stimulant economique dans les pays agricoles*. — Comunicación hecha al Congreso Internacional de Ciencias Económicas. París, julio 1937.

(8) GUILLERMO AHUMADA. — Finanzas e inflación. 1941.

currirían a agravarla, obstaculizando la tarea de conservar el valor del signo monetario que incumbe al Instituto emisor.

Con empréstitos externos puede el Estado financiar los trabajos públicos.

Las letras que se originarán con motivo de los empréstitos pueden ser vendidas a los Bancos comerciales con lo que aumentarán sus razones de efectivo, sea que las mantengan o que las conviertan recurriendo al Banco Central en demanda de billetes, en cuyo caso resultará un aumento inmediato de los medios de pago. La mejora en las razones de efectivo es la base necesaria para ulteriores creaciones de moneda. En el caso que las letras fueran vendidas directamente al Banco Central, éste deberá adquirirlas con dinero nuevo cuyos importes serán acreditados en la cuenta del Gobierno. Con los pagos que efectuará el Estado a causa de los trabajos públicos, los nuevos billetes irán a los Bancos comerciales mejorando sus reservas y creando la posibilidad de originar nuevos medios de pago. Esta operación financiera para conseguir medios que permitan la realización de trabajos públicos mejora el encaje del Banco Central. Pero esta condición favorable puede ser contrarrestada si se trata de un plan de trabajos públicos llevado a cabo en un país eminentemente importador, ya que la acrecentada demanda de bienes que se genera por la reactivación que produce esta medida financiera expansionista, deberá ser satisfecha en gran parte con productos de importación, con lo que se tornará desfavorable la balanza de pagos, lo que obligará a usar la reserva aurea para su atención. Para un más largo plazo, también debe tenerse en cuenta que los servicios de amortización de los empréstitos aumentarán los rubros negativos de la balanza de pagos. En cuanto al poder inflacionario de este medio

para la financiación recurriendo al sistema bancario (7). Los Bancos abrirán depósitos a nombre del Estado, los que serán depósitos derivados que hacen funciones de moneda. El Estado pagará a sus proveedores y empresarios, y éstos a los factores de producción que tengan empleados. Si el movimiento continúa, los empresarios se verán obligados a aumentar el empleo de factores de producción. Con ello se creará poder adquisitivo que al hacerse presente en el mercado, y supuesto que esté próximo a alcanzarse el empleo total, o se haya alcanzado, se iniciará el aumento de los precios. El aumento de los precios hará sentir a los individuos la necesidad de aumentar el dinero de sus Cajas para realizar sus compras haciendo frente al creciente aumento de los mismos. Y si esa necesidad de dinero efectivo de los individuos, que se satisface recurriendo a los Bancos, va en aumento, puede llegar a producir un drenaje de proporciones en el sistema bancario el que se verá obligado a recurrir al Banco Central, quien, si apoya el movimiento, para poder mantener la liquidez del sistema aumentará la emisión de billetes, o aumentará los saldos acreedores que los Bancos tienen en él, lo que es lo mismo que aumentar la emisión (8). También para este caso será necesario tener en cuenta la acción estimulante que en la economía general producen los trabajos públicos multiplicando y acelerando la producción de bienes, lo cual puede detener el poder inflacionario que lleva en sí este medio de financiación, pero si la inflación está en pleno auge los trabajos públicos financiados de esta manera creemos que con-

(7) Este medio es el más propiciado por los autores, por lo menos para la primera fase de un gran plan de obras públicas en períodos de depresión. En este sentido ver: C. BRESCIANI-TURRONI. Op. cit., pág. 694. MIHAIL MANOILESCO. — *Le financement des travaux publics et leur effet come stimulant economique dans les pays agricoles*. — Comunicación hecha al Congreso Internacional de Ciencias Económicas. París, julio 1937.

(8) GUILLERMO AHUMADA. — Finanzas e inflación. 1941.

currirían a agravarla, obstaculizando la tarea de conservar el valor del signo monetario que incumbe al Instituto emisor.

Con empréstitos externos puede el Estado financiar los trabajos públicos.

Las letras que se originarán con motivo de los empréstitos pueden ser vendidas a los Bancos comerciales con lo que aumentarán sus razones de efectivo, sea que las mantengan o que las conviertan recurriendo al Banco Central en demanda de billetes, en cuyo caso resultará un aumento inmediato de los medios de pago. La mejora en las razones de efectivo es la base necesaria para ulteriores creaciones de moneda. En el caso que las letras fueran vendidas directamente al Banco Central, éste deberá adquirirlas con dinero nuevo cuyos importes serán acreditados en la cuenta del Gobierno. Con los pagos que efectuará el Estado a causa de los trabajos públicos, los nuevos billetes irán a los Bancos comerciales mejorando sus reservas y creando la posibilidad de originar nuevos medios de pago. Esta operación financiera para conseguir medios que permitan la realización de trabajos públicos mejora el encaje del Banco Central. Pero esta condición favorable puede ser contrarrestada si se trata de un plan de trabajos públicos llevado a cabo en un país eminentemente importador, ya que la acrecentada demanda de bienes que se genera por la reactivación que produce esta medida financiera expansionista, deberá ser satisfecha en gran parte con productos de importación, con lo que se tornará desfavorable la balanza de pagos, lo que obligará a usar la reserva aurea para su atención. Para un más largo plazo, también debe tenerse en cuenta que los servicios de amortización de los empréstitos aumentarán los rubros negativos de la balanza de pagos. En cuanto al poder inflacionario de este medio

caben los mismos argumentos que para el medio que hemos analizado antes, hechas las salvedades que acabamos de particularizar.

Llegamos así a la financiación realizada por medio de los préstamos directos, “a los famosos créditos adicionales, (Open Market Policy)” según Chlepner (9).

Este medio poco aconsejable por el serio peligro inflacionario que lleva en sí, tiene sin embargo sus partidarios. “Algunos llegan a decir que los créditos adicionales son la condición indispensable de la eficacia real de los trabajos públicos, porque es la única garantía de que la demanda provocada por estos trabajos sea verdaderamente una demanda nueva, suplementaria, y porque no sustituye a la demanda privada, caso en el cual sería absolutamente ineficaz” (10). Pero este argumento nos parece relativo en sus alcances, porque el empleo de capitales ociosos para la financiación de trabajos públicos en la depresión, también puede generar demanda adicional sin sustituirse a la demanda privada, ya que ésta no se ejercitaba a través de ese numerario que ahora se pone en movimiento por la erogación del Estado.

Este medio por su poder inflacionario difícilmente cuenta con el apoyo de las autoridades monetarias, y sólo podría justificarse en caso de una depresión tan profunda en la que se considerara imposible contribuir a hacerla reaccionar con trabajos públicos financiados con otros de los medios conocidos. Las atenuaciones que los trabajos públicos pueden tener sobre la inflación generada por los medios con tendencia inflacionaria, según hemos señalado en los párrafos anteriores, nos parece que serán muy poco operantes sobre los efectos inflacionarios de este último medio de financiación, si la cantidad emitida con motivo del

(9) B. S. CHLEPNER. — Pub. cit. Pág. 234.

(10) B. S. CHLEPNER. — Id. id., pág. 234.

préstamo al Estado alcanza un monto muy apreciable, y se dificultará en gran medida la misión del Banco Central de velar por el valor de la moneda.

Los análisis efectuados ponen en evidencia, cómo también la acción financiera del Estado a través del complejo ingreso-gasto originado por los trabajos públicos, puede auxiliar o entorpecer la acción del Banco Central para mantener el valor de la moneda según lo crea conveniente. Pero es necesario pensar que también el instituto director de la economía monetaria puede procurar, con las facultades que los estatutos ponen a su alcance, mantener en condiciones favorables el mercado monetario para facilitar al gobierno la financiación de sus obras públicas cuando éstas sean el remedio que contribuirá a salir de una depresión. Ya hemos visto en la Sección "d" del parágrafo 2, Cap. II, cómo el Banco Central puede preparar las condiciones del mercado y del sistema bancario para la emisión de empréstitos en su calidad de agente financiero del gobierno. Además, puede mantener el mercado monetario en condiciones favorables mientras dure el desarrollo de los trabajos a fin de no entorpecer por la vía monetaria el alcance económico que con ellos se procuró y así habrá coadyuvado con la acción financiera del Estado.

Hemos dicho que desde el punto de vista económico-financiero interesan particularmente dos aspectos: la financiación y la oportunidad. Hasta aquí nos hemos ocupado de la financiación. De la oportunidad para la realización de los trabajos públicos nos ocuparemos de manera brevísima, por cuanto este aspecto encierra problemas y relaciones de importancia tal, que su desarrollo queda fuera de los límites impuestos al tema que nos ocupa en este trabajo (11).

(11) Sobre el particular ver las siguientes obras ya citadas que tratan con amplitud el tema: ARTHUR DE GAYER, — *Obras Públicas en la prosperidad y en las crisis.* — *Travaux du Congrès Inter-*

caben los mismos argumentos que para el medio que hemos analizado antes, hechas las salvedades que acabamos de particularizar.

Llegamos así a la financiación realizada por medio de los préstamos directos, “a los famosos créditos adicionales, (Open Market Policy)” según Chlepner (9).

Este medio poco aconsejable por el serio peligro inflacionario que lleva en sí, tiene sin embargo sus partidarios. “Algunos llegan a decir que los créditos adicionales son la condición indispensable de la eficacia real de los trabajos públicos, porque es la única garantía de que la demanda provocada por estos trabajos sea verdaderamente una demanda nueva, suplementaria, y porque no sustituye a la demanda privada, caso en el cual sería absolutamente ineficaz” (10). Pero este argumento nos parece relativo en sus alcances, porque el empleo de capitales ociosos para la financiación de trabajos públicos en la depresión, también puede generar demanda adicional sin sustituirse a la demanda privada, ya que ésta no se ejercitaba a través de ese numerario que ahora se pone en movimiento por la erogación del Estado.

Este medio por su poder inflacionario difícilmente cuenta con el apoyo de las autoridades monetarias, y sólo podría justificarse en caso de una depresión tan profunda en la que se considerara imposible contribuir a hacerla reaccionar con trabajos públicos financiados con otros de los medios conocidos. Las atenuaciones que los trabajos públicos pueden tener sobre la inflación generada por los medios con tendencia inflacionaria, según hemos señalado en los párrafos anteriores, nos parece que serán muy poco operantes sobre los efectos inflacionarios de este último medio de financiación, si la cantidad emitida con motivo del

(9) B. S. CHLEPNER. — Pub. cit. Pág. 234.

(10) B. S. CHLEPNER. — Id. id., pág. 234.

préstamo al Estado alcanza un monto muy apreciable, y se dificultará en gran medida la misión del Banco Central de velar por el valor de la moneda.

Los análisis efectuados ponen en evidencia, cómo también la acción financiera del Estado a través del complejo ingreso-gasto originado por los trabajos públicos, puede auxiliar o entorpecer la acción del Banco Central para mantener el valor de la moneda según lo crea conveniente. Pero es necesario pensar que también el instituto director de la economía monetaria puede procurar, con las facultades que los estatutos ponen a su alcance, mantener en condiciones favorables el mercado monetario para facilitar al gobierno la financiación de sus obras públicas cuando éstas sean el remedio que contribuirá a salir de una depresión. Ya hemos visto en la Sección "d" del parágrafo 2, Cap. II, cómo el Banco Central puede preparar las condiciones del mercado y del sistema bancario para la emisión de empréstitos en su calidad de agente financiero del gobierno. Además, puede mantener el mercado monetario en condiciones favorables mientras dure el desarrollo de los trabajos a fin de no entorpecer por la vía monetaria el alcance económico que con ellos se procuró y así habrá coadyuvado con la acción financiera del Estado.

Hemos dicho que desde el punto de vista económico-financiero interesan particularmente dos aspectos: la financiación y la oportunidad. Hasta aquí nos hemos ocupado de la financiación. De la oportunidad para la realización de los trabajos públicos nos ocuparemos de manera brevísima, por cuanto este aspecto encierra problemas y relaciones de importancia tal, que su desarrollo queda fuera de los límites impuestos al tema que nos ocupa en este trabajo (11).

(11) Sobre el particular ver las siguientes obras ya citadas que tratan con amplitud el tema: ARTHUR DE GAYER, — *Obras Públicas en la prosperidad y en las crisis.* — *Travaux du Congrès Inter-*

La idea de emplear las obras públicas como agente de "estabilización económica" que ha despertado tanto interés en los últimos tiempos, implica que los grandes planes de trabajos públicos deben hacerse operar en sentido opuesto a las variaciones del ciclo. Es decir, que en las épocas de prosperidad deben limitarse o suspenderse totalmente, si esto fuere posible, en tanto que en las depresiones debe desarrollarse su ejecución dentro del volumen adecuado al sistema económico sobre el que se deben hacer actuar los efectos de este gasto público. Presupuestos con superávit en los períodos de auge inflatorio o disminuídos notablemente los déficits, por la suspensión o contracción de los trabajos, pueden ayudar a las autoridades monetarias a combatir o detener la inflación siempre agravada por los déficits del presupuesto. Presupuestos con déficits por la expansión de las obras públicas en los períodos de depresión deflatoria, déficit presupuestario, cuyo poder de inflación unido a la acción estimulante que sobre la economía tienen los trabajos públicos, puede resultar factor notable de colaboración a los esfuerzos que las autoridades del Instituto emisor realicen para obtener el resurgimiento económico a través de la política monetaria y del crédito bancario (12). Para que esta política pueda tornarse factible

national, etc. — B. S. CHLEPNER. — *Inversiones públicas y coyuntura económica*.

- (12) En los EE. UU., el Presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal ha declarado que se debe considerar al Gobierno como una Agencia compensatoria en esta economía, para que haga justamente lo opuesto de lo que los negocios e individuos privados hacen, puesto que los últimos necesariamente se mueven por el deseo de utilidades, mientras que el primero debe ser movido por obligación social y que el Gobierno debería siempre estar listo para incurrir en un déficit presupuestario, si el gasto del ingreso total no es suficiente para hacer frente a la situación de desempleo y para obtener la contracción del crédito.

Además, la idea de un programa deliberado de obras públicas y de financiamiento deficitario, como medio de contrarrestar el desempleo y una declinación en la actividad de los negocios, se llevó realmente a la práctica en Suecia, durante el período 1930-1935 y

se ha pensado en las obras públicas planificadas, en los presupuestos cíclicos, y en las entidades autárquicas organizadas a tal fin con asignaciones presupuestarias propias que le permitan actuar tal política (13). También esto ha dado origen al discutido problema de tener en disponibilidad la provisión de fondos para emplearlos en el plan en el momento que sean necesarios. Ya hemos visto que las obras públicas tienen como forma de financiación clásica los empréstitos, pero se sostiene que también pueden ser llevadas a cabo “mediante reservas previamente acumuladas”, método este que nos parece un tanto utópico, no tanto por las discusiones que plantea la forma de conservar de manera más aprovechable para el Estado y menos perjudicial para la economía general esas reservas, que podríamos llamar **tesoro para trabajos públicos**, sino porque el estado financiero de casi todos los países desde un largo tiempo a esta parte, no permitiría separar fondos para un amplio plan de trabajos de sus rentas ya agotadas por las necesidades ordinarias de su presupuesto. “Teóricamente no existe ninguna diferencia en que la financiación de las obras públicas controladas se realice con fondos acumulados en los períodos de prosperidad y gastados durante las depresiones, o con títulos emitidos durante las depresiones y rescatados luego durante las épocas de prosperidad” (14). Pero para la labor del Banco Central existen diferencias. En el caso de emisiones de empréstitos para la financiación ya hemos hecho algunas consideraciones, en tanto que para

se mantiene listo ante la perspectiva de futuros recesos, e inversamente se ha enunciado una política de retardar las obras públicas y de hacer un presupuesto con superávit en tiempo de prosperidad; y en los Estados Unidos, de acuerdo con una declaración del Secretario del Tesoro en Noviembre de 1937, el Gobierno, durante el período de 1933-1937, ha usado deliberadamente el presupuesto desequilibrado para hacer frente a una gran emergencia. — M. H. DE KOCK, Op. cit., pág. 348.

(13) B. S. CHLEPNER. — Publicación citada, pág. 231.

(14) ARTHUR DE GAYER. — Op. cit., pág. 429.

La idea de emplear las obras públicas como agente de “estabilización económica” que ha despertado tanto interés en los últimos tiempos, implica que los grandes planes de trabajos públicos deben hacerse operar en sentido opuesto a las variaciones del ciclo. Es decir, que en las épocas de prosperidad deben limitarse o suspenderse totalmente, si esto fuere posible, en tanto que en las depresiones debe desarrollarse su ejecución dentro del volumen adecuado al sistema económico sobre el que se deben hacer actuar los efectos de este gasto público. Presupuestos con superávit en los períodos de auge inflatorio o disminuídos notablemente los déficits, por la suspensión o contracción de los trabajos, pueden ayudar a las autoridades monetarias a combatir o detener la inflación siempre agravada por los déficits del presupuesto. Presupuestos con déficits por la expansión de las obras públicas en los períodos de depresión deflatoria, déficit presupuestario, cuyo poder de inflación unido a la acción estimulante que sobre la economía tienen los trabajos públicos, puede resultar factor notable de colaboración a los esfuerzos que las autoridades del Instituto emisor realicen para obtener el resurgimiento económico a través de la política monetaria y del crédito bancario (12). Para que esta política pueda tornarse factible

national, etc. — B. S. CHLEPNER. — *Inversiones públicas y coyuntura económica*.

- (12) En los EE. UU., el Presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal ha declarado que se debe considerar al Gobierno como una Agencia compensatoria en esta economía, para que haga justamente lo opuesto de lo que los negocios e individuos privados hacen, puesto que los últimos necesariamente se mueven por el deseo de utilidades, mientras que el primero debe ser movido por obligación social y que el Gobierno debería siempre estar listo para incurrir en un déficit presupuestario, si el gasto del ingreso total no es suficiente para hacer frente a la situación de desempleo y para obtener la contracción del crédito.

Además, la idea de un programa deliberado de obras públicas y de financiamiento deficitario, como medio de contrarrestar el desempleo y una declinación en la actividad de los negocios, se llevó realmente a la práctica en Suecia, durante el período 1930-1935 y

se ha pensado en las obras públicas planificadas, en los presupuestos cíclicos, y en las entidades autárquicas organizadas a tal fin con asignaciones presupuestarias propias que le permitan actuar tal política (13). También esto ha dado origen al discutido problema de tener en disponibilidad la provisión de fondos para emplearlos en el plan en el momento que sean necesarios. Ya hemos visto que las obras públicas tienen como forma de financiación clásica los empréstitos, pero se sostiene que también pueden ser llevadas a cabo “mediante reservas previamente acumuladas”, método este que nos parece un tanto utópico, no tanto por las discusiones que plantea la forma de conservar de manera más aprovechable para el Estado y menos perjudicial para la economía general esas reservas, que podríamos llamar **tesoro para trabajos públicos**, sino porque el estado financiero de casi todos los países desde un largo tiempo a esta parte, no permitiría separar fondos para un amplio plan de trabajos de sus rentas ya agotadas por las necesidades ordinarias de su presupuesto. “Teóricamente no existe ninguna diferencia en que la financiación de las obras públicas controladas se realice con fondos acumulados en los períodos de prosperidad y gastados durante las depresiones, o con títulos emitidos durante las depresiones y rescatados luego durante las épocas de prosperidad” (14). Pero para la labor del Banco Central existen diferencias. En el caso de emisiones de empréstitos para la financiación ya hemos hecho algunas consideraciones, en tanto que para

se mantiene listo ante la perspectiva de futuros recesos, e inversamente se ha enunciado una política de retardar las obras públicas y de hacer un presupuesto con superávit en tiempo de prosperidad; y en los Estados Unidos, de acuerdo con una declaración del Secretario del Tesoro en Noviembre de 1937, el Gobierno, durante el período de 1933-1937, ha usado deliberadamente el presupuesto desequilibrado para hacer frente a una gran emergencia. — M. H. DE KOCK, Op. cit., pág. 348.

(13) B. S. CHLEPNER. — Publicación citada, pág. 231.

(14) ARTHUR DE GAYER. — Op. cit., pág. 429.

las reservas hechas en los períodos de prosperidad será menester tener en cuenta en qué forma las conserva en su poder el gobierno. Si las invierte en títulos públicos realizará operaciones de "Open Market" que pueden no ser oportunas para la política monetaria del momento; si las destina a depósitos en los Bancos acrecentará su reservas y puede hacer tender a una mayor expansión crediticia no deseada por las autoridades monetarias; y si utiliza el método del atesoramiento, podría, si éste es llevado a grandes volúmenes monetarios, imponer una severa contracción al circulante y a la expansión del crédito bancario, que amenazaría el poder del Banco Central para controlar la situación ⁽¹⁵⁾. Finalmente diremos que como sistema más adecuado para disponer de fondos en la oportunidad más propicia para realizar las obras, sin que su financiación haga sentir efectos monetarios de otra índole en épocas que son innecesarios, se ha sostenido, particularmente por autores ingleses y norteamericanos, el de "pagar a medida que se van realizando los trabajos" con recursos obtenidos en el momento que son necesarios para el plan, procurando que su obtención opere efectos favorables en la política deseada.

2. — Las finanzas conocidas con los nombres de deflatorias, reflatorias, inflatorias y antinflatorias, nos indican por sus títulos que las finalidades seguidas por la política del ingreso son extrafiscales.

Ellas comprenden un conjunto de medidas, que en el primer caso tratan de valorizar la moneda por una severa restricción en los gastos estadales y por consiguiente una disminución en los impuestos que afectan las actividades productoras a fin de incidir sobre los costes y precios, y hacerlos tender a la baja. Esta política deflatoria seguida

(15) ARTHUR DE GAYER. — Op. cit., pág. 433.

por el Estado cuenta, en las épocas de guerra o de limitación de la producción, o de las importaciones en los países importadores, con el apoyo entusiasta de las autoridades monetarias, en cuyo caso, las finanzas facilitan las actividades de los organismos encargados de la moneda y el crédito. En el segundo caso, de finanzas reflatorias, especialmente en épocas de depresión, el Estado es más liberal en sus gastos y de expreso puede sancionar presupuestos desequilibrados dedicando gran parte de sus ingresos a obras públicas y subsidios de carácter social para aumentar la capacidad de consumo de la población, iniciando así un período ascendente. La financiación de los déficits se hará en este caso con procedimientos que pongan en movimiento dinero ocioso o que lancen moneda fresca al mercado (finanzas expansionistas). La política actuada en este caso incidirá en la moneda y el crédito y por ende favorecerá u obstaculizará las actividades del Banco Central.

Las finanzas inflatorias, quizá las más severamente combatidas por las autoridades monetarias, especialmente en épocas de emergencia como la actual, provocan las conocidas consecuencias en la moneda y en la producción, y por lo general contrarían la política de dichas autoridades.

Las antinflatorias, como su nombre lo indica, tratan de combatir el mal provocado por la inflación restringiendo la capacidad adquisitiva de los consumidores para adecuarla a los bienes y servicios disponibles, evitando nuevas alzas en los precios y por consiguiente mejorando el valor de la moneda. Esta política seguida por el Estado contará, no cabe duda, con el apoyo de las autoridades encargadas de la moneda y el crédito.

3.— Si la política del ingreso fuera exclusivamente

las reservas hechas en los períodos de prosperidad será menester tener en cuenta en qué forma las conserva en su poder el gobierno. Si las invierte en títulos públicos realizará operaciones de "Open Market" que pueden no ser oportunas para la política monetaria del momento; si las destina a depósitos en los Bancos acrecentará su reservas y puede hacer tender a una mayor expansión crediticia no deseada por las autoridades monetarias; y si utiliza el método del atesoramiento, podría, si éste es llevado a grandes volúmenes monetarios, imponer una severa contracción al circulante y a la expansión del crédito bancario, que amenazaría el poder del Banco Central para controlar la situación ⁽¹⁵⁾. Finalmente diremos que como sistema más adecuado para disponer de fondos en la oportunidad más propicia para realizar las obras, sin que su financiación haga sentir efectos monetarios de otra índole en épocas que son innecesarios, se ha sostenido, particularmente por autores ingleses y norteamericanos, el de "pagar a medida que se van realizando los trabajos" con recursos obtenidos en el momento que son necesarios para el plan, procurando que su obtención opere efectos favorables en la política deseada.

2. — Las finanzas conocidas con los nombres de deflatorias, reflatorias, inflatorias y antinflatorias, nos indican por sus títulos que las finalidades seguidas por la política del ingreso son extrafiscales.

Ellas comprenden un conjunto de medidas, que en el primer caso tratan de valorizar la moneda por una severa restricción en los gastos estadales y por consiguiente una disminución en los impuestos que afectan las actividades productoras a fin de incidir sobre los costes y precios, y hacerlos tender a la baja. Esta política deflatoria seguida

(15) ARTHUR DE GAYER. — Op. cit., pág. 433.

por el Estado cuenta, en las épocas de guerra o de limitación de la producción, o de las importaciones en los países importadores, con el apoyo entusiasta de las autoridades monetarias, en cuyo caso, las finanzas facilitan las actividades de los organismos encargados de la moneda y el crédito. En el segundo caso, de finanzas reflatorias, especialmente en épocas de depresión, el Estado es más liberal en sus gastos y de expreso puede sancionar presupuestos desequilibrados dedicando gran parte de sus ingresos a obras públicas y subsidios de carácter social para aumentar la capacidad de consumo de la población, iniciando así un período ascendente. La financiación de los déficits se hará en este caso con procedimientos que pongan en movimiento dinero ocioso o que lancen moneda fresca al mercado (finanzas expansionistas). La política actuada en este caso incidirá en la moneda y el crédito y por ende favorecerá u obstaculizará las actividades del Banco Central.

Las finanzas inflatorias, quizá las más severamente combatidas por las autoridades monetarias, especialmente en épocas de emergencia como la actual, provocan las conocidas consecuencias en la moneda y en la producción, y por lo general contrarían la política de dichas autoridades.

Las antinflatorias, como su nombre lo indica, tratan de combatir el mal provocado por la inflación restringiendo la capacidad adquisitiva de los consumidores para adecuarla a los bienes y servicios disponibles, evitando nuevas alzas en los precios y por consiguiente mejorando el valor de la moneda. Esta política seguida por el Estado contará, no cabe duda, con el apoyo de las autoridades encargadas de la moneda y el crédito.

3.— Si la política del ingreso fuera exclusivamente

fiscal, no por ello dejaría de hacer sentir sus efectos en el equilibrio económico y por consiguiente ser auxiliar o poner obstáculos a las actividades del Banco Central.

En la parte primera ya se han analizado los efectos de impuestos sin finalidades extrafiscales sobre el equilibrio económico, y vimos que tales efectos pueden ser auxiliares o poner obstáculos a las tareas de política económica que son propias del Banco Central. Podemos agregar, a los ejemplos ya citados, el de un impuesto al capital o sobre las reservas para amortizaciones del equipo productor, como se ha hecho actualmente en los países en guerra, con la finalidad de proveer de fondos al Estado, es decir, con fines exclusivamente fiscales. Este impuesto puede hacer diferir las compras de renovación del equipo y los trabajos de reparación sobre los mismos, con la consiguiente disminución progresiva de la producción total, cuyos efectos perturbarán el equilibrio económico, dando lugar a situaciones que podrían contrariar la política seguida por las autoridades monetarias.

Debemos referirnos también en esta parte, a las consecuencias que para el equilibrio económico entrañan los déficits de presupuesto, de conformidad al anuncio hecho en el párrafo 2 de la parte segunda, sea que esta financiación se haga con emisiones de dinero o con empréstitos.

El punto más importante sobre que ha versado la controversia tan largamente sostenida, y con suerte distinta, entre los partidarios de la no ingerencia o intervención estatal, es el referido a la emisión.

Se ha atribuído a la intervención estatal, casi siempre, el relajamiento de las normas que regían la emisión de billetes favoreciendo el trabajo de las prensas impresoras de las cuales el Estado era el principal beneficiario, emisiones que han traído consigo la desvalorización de la moneda. Este es el fuerte en que se apoyan los no inter-

vencionistas para reclamar normas que aseguren la independencia del Banco de la ingerencia política del Estado, y la historia de casi todos los países tiene episodios que justifican en parte tales reclamaciones.

El instituto emisor en manos del Estado, o estrechamente dependiente de éste, puede constituirse en una fuente de recursos del presupuesto destinada a financiar déficits con emisiones respaldadas en garantías muchas veces inexistentes y otras de realización ilusoria.

Con un recurso tan a la mano, no faltarán razones y oportunidades para usar de ellos, más aun, contando que el aumento de los impuestos o los empréstitos encontrará de parte de los afectados una seria resistencia, y así lo hace notar Kemmerer en los informes que acompañara a la creación y reorganización de los Bancos de Chile, Bolivia y Perú; y al mismo tiempo, debe hacerse notar que el procedimiento de las emisiones contará con el agrado de las clases deudoras que ven en ellas un aligeramiento de las cargas que soportan. El recurso de emitir billetes tiene un grave poder inflacionario cuando el déficit es apreciable, gravedad que se acentuará mientras más esté desarrollado en el público el uso de la moneda bancaria. En la actualidad los presupuestos gubernamentales en los países más importantes exceden varias veces el monto de los billetes emitidos. Si como decimos, el déficit es apreciable, el monto de la emisión necesaria para cubrirlo podría ser casi igual al de los billetes emitidos. Pongamos por caso a Estados Unidos. En la actualidad tiene un presupuesto que supera los 60 mil millones de dólares y una emisión de billetes de 10.462 millones (16). Podríamos suponer que el déficit que se financia con emisión fuera igual a los billetes emitidos, cosa que no es suponer demasiado, y en cuyo supuesto la emisión nueva duplicaría el número de

(16) Federal Reserve Bulletin. — Octubre, 1942, pág. 1007.

fiscal, no por ello dejaría de hacer sentir sus efectos en el equilibrio económico y por consiguiente ser auxiliar o poner obstáculos a las actividades del Banco Central.

En la parte primera ya se han analizado los efectos de impuestos sin finalidades extrafiscales sobre el equilibrio económico, y vimos que tales efectos pueden ser auxiliares o poner obstáculos a las tareas de política económica que son propias del Banco Central. Podemos agregar, a los ejemplos ya citados, el de un impuesto al capital o sobre las reservas para amortizaciones del equipo productor, como se ha hecho actualmente en los países en guerra, con la finalidad de proveer de fondos al Estado, es decir, con fines exclusivamente fiscales. Este impuesto puede hacer diferir las compras de renovación del equipo y los trabajos de reparación sobre los mismos, con la consiguiente disminución progresiva de la producción total, cuyos efectos perturbarán el equilibrio económico, dando lugar a situaciones que podrían contrariar la política seguida por las autoridades monetarias.

Debemos referirnos también en esta parte, a las consecuencias que para el equilibrio económico entrañan los déficits de presupuesto, de conformidad al anuncio hecho en el párrafo 2 de la parte segunda, sea que esta financiación se haga con emisiones de dinero o con empréstitos.

El punto más importante sobre que ha versado la controversia tan largamente sostenida, y con suerte distinta, entre los partidarios de la no ingerencia o intervención estatal, es el referido a la emisión.

Se ha atribuído a la intervención estatal, casi siempre, el relajamiento de las normas que regían la emisión de billetes favoreciendo el trabajo de las prensas impresoras de las cuales el Estado era el principal beneficiario, emisiones que han traído consigo la desvalorización de la moneda. Este es el fuerte en que se apoyan los no inter-

vencionistas para reclamar normas que aseguren la independencia del Banco de la ingerencia política del Estado, y la historia de casi todos los países tiene episodios que justifican en parte tales reclamaciones.

El instituto emisor en manos del Estado, o estrechamente dependiente de éste, puede constituirse en una fuente de recursos del presupuesto destinada a financiar déficits con emisiones respaldadas en garantías muchas veces inexistentes y otras de realización ilusoria.

Con un recurso tan a la mano, no faltarán razones y oportunidades para usar de ellos, más aun, contando que el aumento de los impuestos o los empréstitos encontrará de parte de los afectados una seria resistencia, y así lo hace notar Kemmerer en los informes que acompañara a la creación y reorganización de los Bancos de Chile, Bolivia y Perú; y al mismo tiempo, debe hacerse notar que el procedimiento de las emisiones contará con el agrado de las clases deudoras que ven en ellas un aligeramiento de las cargas que soportan. El recurso de emitir billetes tiene un grave poder inflacionario cuando el déficit es apreciable, gravedad que se acentuará mientras más esté desarrollado en el público el uso de la moneda bancaria. En la actualidad los presupuestos gubernamentales en los países más importantes exceden varias veces el monto de los billetes emitidos. Si como decimos, el déficit es apreciable, el monto de la emisión necesaria para cubrirlo podría ser casi igual al de los billetes emitidos. Pongamos por caso a Estados Unidos. En la actualidad tiene un presupuesto que supera los 60 mil millones de dólares y una emisión de billetes de 10.462 millones (16). Podríamos suponer que el déficit que se financia con emisión fuera igual a los billetes emitidos, cosa que no es suponer demasiado, y en cuyo supuesto la emisión nueva duplicaría el número de

(16) Federal Reserve Bulletin. — Octubre, 1942, pág. 1007.

billetes. Pero debemos recordar que cada dólar en billete puede ser empleado por los Bancos para crear medios de pago cinco veces superiores, y tendríamos entonces como resultado, que los medios de pago totales del mercado se han duplicado.

Consideremos la República Argentina. El presupuesto para el año 1943 fué sancionado con un déficit de casi 270 millones de pesos moneda nacional, que es aproximadamente la quinta parte del total de billetes emitidos. Si el gobierno cubriera el déficit con emisión de billetes, y considerando en el cálculo los medios de pago que pueden crear los Bancos, tendríamos como consecuencia que esa emisión de 270 millones podría aumentar los medios de pago en 1.620 millones.

Estos aumentos de volúmenes pueden desatar un proceso inflacionario agudo y agravarse con la mayor velocidad de circulación de los medios de pago, entrando en la espiral inflacionaria que lleva en sí misma el poder de aceleración del proceso (17).

En consecuencia, la tarea del Banco Central de velar por la estabilidad en el valor de la moneda se ve impedida por la política estatal.

Las emisiones tienen el efecto de impuestos en la medida que las mismas influyen en la desvalorización del medio circulante, impuestos que gravan en distinta alícuota a todos los afectados; emisiones para cuyo monto se tienen más en vista consideraciones de orden político que las necesidades reales del mercado. Kisch and Elkin expresan que el peligro del control estatal sobre la moneda reside en la tentación de los gobiernos de dar solución a sus dificultades justificables solamente en situaciones de emergencia de un orden enteramente distinto (18).

(17) Ver al respecto: TAUSSIG. — Op. cit., pág. 387.

(18) KISCH and ELKIN. — Op. cit., pág. 27.

En la historia monetaria argentina hay casos que confirman esta aplicación financiera de las emisiones. Y así podemos citar al Banco Nacional de 1826 cuyos billetes sirvieron casi exclusivamente para procurar al Estado los recursos que necesitaba, la Casa de Moneda que de 1836 a 1854 emitió más de 185 millones de pesos para el Estado, su continuador el Banco de la Provincia que a 1872 había aumentado en 60 millones la emisión dedicando gran parte de la misma para financiar gastos del Estado, y las emisiones de la Caja de Conversión contra títulos del Empréstito Patriótico por la suma de 145.291.180.00 pesos moneda nacional. Pero el ejemplo argentino no es único en Sud América ni en el mundo. En Sud América fué, hasta hace pocos años, un recurso normal, que hizo de las monedas nacionales instrumentos depreciados y mirados con menosprecio por las naciones europeas. Pero el ejemplo sudamericano fué seguido por las naciones del viejo continente y superado en alto grado desde la guerra de 1914. Las emisiones fueron hechas directamente por el Estado, aún cuando existía un Banco emisor como en el caso de Inglaterra y como es actualmente el caso de Italia, o por los Institutos emisores presionados y atendiendo necesidades gubernamentales.

Resumiendo lo expresado anteriormente, vemos que el Estado puede cubrir sus déficits demandando billetes al Banco Central, billetes que pasarán a las manos de los acreedores del Estado aumentando el medio circulante que se dirigirá de inmediato a los Bancos aumentando sus razones de efectivo. Al primer aumento provocado por la mayor cantidad de billetes puede sumarse enseguida un aumento varias veces mayor porque los Bancos estarán en condiciones de aumentar los depósitos derivados, siempre que de parte del público haya predisposición para aceptar los nuevos cré-

billetes. Pero debemos recordar que cada dólar en billete puede ser empleado por los Bancos para crear medios de pago cinco veces superiores, y tendríamos entonces como resultado, que los medios de pago totales del mercado se han duplicado.

Consideremos la República Argentina. El presupuesto para el año 1943 fué sancionado con un déficit de casi 270 millones de pesos moneda nacional, que es aproximadamente la quinta parte del total de billetes emitidos. Si el gobierno cubriera el déficit con emisión de billetes, y considerando en el cálculo los medios de pago que pueden crear los Bancos, tendríamos como consecuencia que esa emisión de 270 millones podría aumentar los medios de pago en 1.620 millones.

Estos aumentos de volúmenes pueden desatar un proceso inflacionario agudo y agravarse con la mayor velocidad de circulación de los medios de pago, entrando en la espiral inflacionaria que lleva en sí misma el poder de aceleración del proceso (17).

En consecuencia, la tarea del Banco Central de velar por la estabilidad en el valor de la moneda se ve impedida por la política estatal.

Las emisiones tienen el efecto de impuestos en la medida que las mismas influyen en la desvalorización del medio circulante, impuestos que gravan en distinta alícuota a todos los afectados; emisiones para cuyo monto se tienen más en vista consideraciones de orden político que las necesidades reales del mercado. Kisch and Elkin expresan que el peligro del control estatal sobre la moneda reside en la tentación de los gobiernos de dar solución a sus dificultades justificables solamente en situaciones de emergencia de un orden enteramente distinto (18).

(17) Ver al respecto: TAUSSIG. — Op. cit., pág. 387.

(18) KISCH and ELKIN. — Op. cit., pág. 27.

En la historia monetaria argentina hay casos que confirman esta aplicación financiera de las emisiones. Y así podemos citar al Banco Nacional de 1826 cuyos billetes sirvieron casi exclusivamente para procurar al Estado los recursos que necesitaba, la Casa de Moneda que de 1836 a 1854 emitió más de 185 millones de pesos para el Estado, su continuador el Banco de la Provincia que a 1872 había aumentado en 60 millones la emisión dedicando gran parte de la misma para financiar gastos del Estado, y las emisiones de la Caja de Conversión contra títulos del Empréstito Patriótico por la suma de 145.291.180.00 pesos moneda nacional. Pero el ejemplo argentino no es único en Sud América ni en el mundo. En Sud América fué, hasta hace pocos años, un recurso normal, que hizo de las monedas nacionales instrumentos depreciados y mirados con menosprecio por las naciones europeas. Pero el ejemplo sudamericano fué seguido por las naciones del viejo continente y superado en alto grado desde la guerra de 1914. Las emisiones fueron hechas directamente por el Estado, aún cuando existía un Banco emisor como en el caso de Inglaterra y como es actualmente el caso de Italia, o por los Institutos emisores presionados y atendiendo necesidades gubernamentales.

Resumiendo lo expresado anteriormente, vemos que el Estado puede cubrir sus déficits demandando billetes al Banco Central, billetes que pasarán a las manos de los acreedores del Estado aumentando el medio circulante que se dirigirá de inmediato a los Bancos aumentando sus razones de efectivo. Al primer aumento provocado por la mayor cantidad de billetes puede sumarse enseguida un aumento varias veces mayor porque los Bancos estarán en condiciones de aumentar los depósitos derivados, siempre que de parte del público haya predisposición para aceptar los nuevos cré-

ditos. Por esta vía puede iniciarse la inflación con las conocidas consecuencias.

Los déficit presupuestarios pueden ser cubiertos también recurriendo al crédito en varias formas. Con ahorro voluntario, en cuyo caso las consecuencias en el mercado monetario, y a través de éste en los sectores industriales, pueden no ser graves, pero no por ello dejarán de sentirse, pues al concurrir el Estado demandando ahorro hace competencia a los otros clientes habituales de dicho mercado, provocando, sea un alza en las tasas de interés, en cuyo caso incide en los costes de producción, sea desviando la corriente de ahorro de las inversiones normales haciendo sentir escasez de capitales con las consiguientes repercusiones en la producción total. Esta forma de financiar el déficit no provoca alteraciones en la cantidad absoluta de los medios de pago, ya que los inversores, transfieren al Estado disponibilidades que estaban a sus órdenes, por cuyo motivo se produce solamente un cambio de titular, cambio de titular que vuelve a producirse de inmediato cuando el Estado transfiere a sus acreedores las disponibilidades que le fueron confiadas. Pero, si bien las cantidades absolutas no varían, puede variar la velocidad de circulación de la moneda, en el caso en que los ahorros con que se financió el empréstito hubieran estado ociosos y el Estado los haya transferido a clases activas ya sean productoras o consumidoras; y como el aumento de velocidad de circulación es lo mismo que aumento en los medios de pago, puede el Estado, por este medio, provocar alteraciones en los precios y por consiguiente en el valor de la moneda.

Se puede recurrir también al sistema bancario, en cuyo caso los depósitos que se abran a nombre del gobierno serán depósitos derivados que hacen funciones de moneda, y que al ser usados transfiriéndolos a los acreedores del Estado crean un nuevo poder adquisitivo, que se hace

presente en el mercado compitiendo con el ya existente y por la vía del aumento de precios da lugar a lo que se ha dado en llamar el “ahorro coactivo”. Este nuevo poder de compra puesto en el mercado en la forma enunciada, si es usado, dará motivo para que los individuos tengan necesidad de aumentar sus cajas, aumento que se llevará a cabo recurriendo a los Bancos en demanda de efectivo drenando por esta vía las reservas, drenaje que si adquiere proporciones, obligará al sistema bancario a recurrir al prestamista de última instancia, es decir, el Banco Central, quien deberá aumentar la emisión de billetes para mantener en liquidez el sistema, o acrecer los saldos acreedores que los Bancos tienen en él, lo que es igual al aumento de emisión.

Por último, el Estado para financiar su presupuesto desequilibrado puede recurrir al empréstito externo. Si luego vende las letras a los Bancos comerciales mejorará las razones de efectivo de éstos porque las divisas adquiridas pueden ser transformadas en moneda nacional en el Banco Central y como resultado habrá un aumento inmediato de medio circulante y un potencial para creación de medios de pago. Si vende las letras al Banco Central éste deberá comprarlas con billetes nuevos o acreditando su importe en la cuenta del gobierno, que es lo mismo que si emitiera billetes, porque luego a través del proceso ya descrito el dinero fresco irá a los Bancos comerciales mejorando sus razones de efectivo y creando la posibilidad de producir nuevos medios de pago. Si bien esta forma de financiación mejora el porcentaje del encaje del Banco Central, esta mejoría puede ser transitoria, si como consecuencia de la operación concertada por el Estado el cambio baja y se producen saldos negativos en la balanza de pago, para cuya atención habrá que dedicar la reserva. Igualmente debe considerarse, aún cuando ya en un tiempo más

ditos. Por esta vía puede iniciarse la inflación con las conocidas consecuencias.

Los déficit presupuestarios pueden ser cubiertos también recurriendo al crédito en varias formas. Con ahorro voluntario, en cuyo caso las consecuencias en el mercado monetario, y a través de éste en los sectores industriales, pueden no ser graves, pero no por ello dejarán de sentirse, pues al concurrir el Estado demandando ahorro hace competencia a los otros clientes habituales de dicho mercado, provocando, sea un alza en las tasas de interés, en cuyo caso incide en los costes de producción, sea desviando la corriente de ahorro de las inversiones normales haciendo sentir escasez de capitales con las consiguientes repercusiones en la producción total. Esta forma de financiar el déficit no provoca alteraciones en la cantidad absoluta de los medios de pago, ya que los inversores, transfieren al Estado disponibilidades que estaban a sus órdenes, por cuyo motivo se produce solamente un cambio de titular, cambio de titular que vuelve a producirse de inmediato cuando el Estado transfiere a sus acreedores las disponibilidades que le fueron confiadas. Pero, si bien las cantidades absolutas no varían, puede variar la velocidad de circulación de la moneda, en el caso en que los ahorros con que se financió el empréstito hubieran estado ociosos y el Estado los haya transferido a clases activas ya sean productoras o consumidoras; y como el aumento de velocidad de circulación es lo mismo que aumento en los medios de pago, puede el Estado, por este medio, provocar alteraciones en los precios y por consiguiente en el valor de la moneda.

Se puede recurrir también al sistema bancario, en cuyo caso los depósitos que se abran a nombre del gobierno serán depósitos derivados que hacen funciones de moneda, y que al ser usados transfiriéndolos a los acreedores del Estado crean un nuevo poder adquisitivo, que se hace

presente en el mercado compitiendo con el ya existente y por la vía del aumento de precios da lugar a lo que se ha dado en llamar el "ahorro coactivo". Este nuevo poder de compra puesto en el mercado en la forma enunciada, si es usado, dará motivo para que los individuos tengan necesidad de aumentar sus cajas, aumento que se llevará a cabo recurriendo a los Bancos en demanda de efectivo drenando por esta vía las reservas, drenaje que si adquiere proporciones, obligará al sistema bancario a recurrir al prestamista de última instancia, es decir, el Banco Central, quien deberá aumentar la emisión de billetes para mantener en liquidez el sistema, o acrecer los saldos acreedores que los Bancos tienen en él, lo que es igual al aumento de emisión.

Por último, el Estado para financiar su presupuesto desequilibrado puede recurrir al empréstito externo. Si luego vende las letras a los Bancos comerciales mejorará las razones de efectivo de éstos porque las divisas adquiridas pueden ser transformadas en moneda nacional en el Banco Central y como resultado habrá un aumento inmediato de medio circulante y un potencial para creación de medios de pago. Si vende las letras al Banco Central éste deberá comprarlas con billetes nuevos o acreditando su importe en la cuenta del gobierno, que es lo mismo que si emitiera billetes, porque luego a través del proceso ya descrito el dinero fresco irá a los Bancos comerciales mejorando sus razones de efectivo y creando la posibilidad de producir nuevos medios de pago. Si bien esta forma de financiación mejora el porcentaje del encaje del Banco Central, esta mejoría puede ser transitoria, si como consecuencia de la operación concertada por el Estado el cambio baja y se producen saldos negativos en la balanza de pago, para cuya atención habrá que dedicar la reserva. Igualmente debe considerarse, aún cuando ya en un tiempo más

largo, los servicios de amortización de ese empréstito que aumentarán los rubros pasivos de la balanza de pagos.

En todos los casos analizados, con excepción del primero, los déficit del presupuesto entrañan el aumento de instrumentos monetarios con los efectos conocidos sobre el valor de la moneda.

El alza de los precios de las mercaderías nacionales, en general, repercute en la balanza comercial favoreciendo las importaciones y dificultando las exportaciones, y aun cuando el aumento de medios de pago no llevara como consecuencia el alza de los precios, como parece suceder en la República Argentina, tiene también en este caso su repercusión en la balanza comercial porque la gente compra más cantidades de mercaderías importadas y por ende las importaciones deben aumentarse; y tenemos, entonces, un nuevo factor que influye en el valor de la moneda, el saldo de la balanza de pagos.

Hemos hecho este largo análisis para poner en evidencia las consecuencias que en el orden monetario tiene la gestión del presupuesto, y como esta gestión puede facilitar o trabar la acción del Banco Central, y estando a cargo de éste el cuidado del valor de la moneda y el crédito, es lógico que el instituto emisor deba conocer el desarrollo de los ingresos y gastos gubernamentales, y el Estado financiar éstos en forma de no contrariar la política de las autoridades encargadas de velar por la moneda y el crédito.

Así como la financiación de los déficit presupuestarios mediante el crédito puede facilitar el desarrollo de una política inflacionista de las autoridades monetarias o poner obstáculos en la gestión para mantener estable el valor de la moneda, también la política impositiva puede ayudar o trabar la gestión del Banco Central. Si el Estado considerara necesario una reactivación industrial a fin de iniciar un proceso ascendente después de un período de crisis, y si

las autoridades monetarias no hubieran podido ponerlo en movimiento porque el público no hace uso del crédito que los Bancos están dispuestos a otorgar, podría tentarse, como se ha hecho, iniciar ese movimiento con impuestos. Tal, por ejemplo, la política seguida por los Estados Unidos de Norte América y Francia en los primeros años del decenio de 1930. Atribuída en Estados Unidos la causa de la crisis al sub-consumo y al exceso de producción de bienes de orden superior respecto a los bienes de consumo, se tentó por medio del impuesto a las ganancias no distribuídas de las sociedades anónimas aumentar la capacidad de consumo de la población, ya que esas utilidades para eludir el impuesto irían a parar a manos de los accionistas quienes estarían en condiciones de demandar más productos, disminuyendo en esta forma los "stocks" acumulados cuya reposición serviría para iniciar la actividad productora de las empresas, y la producción de bienes de consumo en lugar de plantas industriales.

Podemos citar también un ejemplo argentino, el cual reunía las condiciones para ayudar al Banco Central a combatir la inflación. Tal es el proyecto de Ley no sancionado sobre el impuesto móvil a las exportaciones. Por el mismo se estabilizaba el precio de ciertos productos, principalmente el de la carne, y el excedente conseguido por los exportadores pasaría al Estado. El proyecto favorecía la acción del Banco, puesto que el fijar precios máximos ayuda a combatir la inflación manteniendo el poder adquisitivo de la moneda. El impuesto habría sido también antinflatorio porque impedía el fuerte aumento de la capacidad adquisitiva de los ganaderos. Al impedir que sus réditos subiesen, obstaculizaba el proceso inflatorio en su misma fuente.

También es del caso analizar las influencias sobre la economía monetaria y bancaria del servicio de Tesorería del Estado, confiado al Banco Central.

largo, los servicios de amortización de ese empréstito que aumentarán los rubros pasivos de la balanza de pagos.

En todos los casos analizados, con excepción del primero, los déficit del presupuesto entrañan el aumento de instrumentos monetarios con los efectos conocidos sobre el valor de la moneda.

El alza de los precios de las mercaderías nacionales, en general, repercute en la balanza comercial favoreciendo las importaciones y dificultando las exportaciones, y aun cuando el aumento de medios de pago no llevara como consecuencia el alza de los precios, como parece suceder en la República Argentina, tiene también en este caso su repercusión en la balanza comercial porque la gente compra más cantidades de mercaderías importadas y por ende las importaciones deben aumentarse; y tenemos, entonces, un nuevo factor que influye en el valor de la moneda, el saldo de la balanza de pagos.

Hemos hecho este largo análisis para poner en evidencia las consecuencias que en el orden monetario tiene la gestión del presupuesto, y como esta gestión puede facilitar o trabar la acción del Banco Central, y estando a cargo de éste el cuidado del valor de la moneda y el crédito, es lógico que el instituto emisor deba conocer el desarrollo de los ingresos y gastos gubernamentales, y el Estado financiar éstos en forma de no contrariar la política de las autoridades encargadas de velar por la moneda y el crédito.

Así como la financiación de los déficit presupuestarios mediante el crédito puede facilitar el desarrollo de una política inflacionista de las autoridades monetarias o poner obstáculos en la gestión para mantener estable el valor de la moneda, también la política impositiva puede ayudar o trabar la gestión del Banco Central. Si el Estado considerara necesario una reactivación industrial a fin de iniciar un proceso ascendente después de un período de crisis, y si

las autoridades monetarias no hubieran podido ponerlo en movimiento porque el público no hace uso del crédito que los Bancos están dispuestos a otorgar, podría tentarse, como se ha hecho, iniciar ese movimiento con impuestos. Tal, por ejemplo, la política seguida por los Estados Unidos de Norte América y Francia en los primeros años del decenio de 1930. Atribuída en Estados Unidos la causa de la crisis al sub-consumo y al exceso de producción de bienes de orden superior respecto a los bienes de consumo, se tentó por medio del impuesto a las ganancias no distribuídas de las sociedades anónimas aumentar la capacidad de consumo de la población, ya que esas utilidades para eludir el impuesto irían a parar a manos de los accionistas quienes estarían en condiciones de demandar más productos, disminuyendo en esta forma los "stocks" acumulados cuya reposición serviría para iniciar la actividad productora de las empresas, y la producción de bienes de consumo en lugar de plantas industriales.

Podemos citar también un ejemplo argentino, el cual reunía las condiciones para ayudar al Banco Central a combatir la inflación. Tal es el proyecto de Ley no sancionado sobre el impuesto móvil a las exportaciones. Por el mismo se estabilizaba el precio de ciertos productos, principalmente el de la carne, y el excedente conseguido por los exportadores pasaría al Estado. El proyecto favorecía la acción del Banco, puesto que el fijar precios máximos ayuda a combatir la inflación manteniendo el poder adquisitivo de la moneda. El impuesto habría sido también antinflatorio porque impedía el fuerte aumento de la capacidad adquisitiva de los ganaderos. Al impedir que sus réditos subiesen, obstaculizaba el proceso inflatorio en su misma fuente.

También es del caso analizar las influencias sobre la economía monetaria y bancaria del servicio de Tesorería del Estado confiado al Banco Central.

Si el Estado recaudara y mantuviera los fondos gubernamentales en oficinas especiales sin carácter de Bancos, produciría en el mercado situaciones de extrema escasez de medios de pago en las épocas de fuertes ingresos como sucedía en los Estados Unidos de Norte América con las Sub-Tesorerías. Si el Estado depositara indistintamente sus fondos en los Bancos Comerciales y en el Banco Central podría dar lugar, sin advertirlo, a situaciones favorables desde el punto de vista bancario para la expansión o contracción del crédito. El mantener fuertes sumas depositadas en los Bancos comerciales mejorará su razón de efectivo y por consiguiente (sin considerar situaciones que pudieran mostrar inconveniente esta política de los Bancos) inclinarlos favorablemente a una expansión del crédito. Por el contrario, si el Estado retira los depósitos, las razones de efectivo de los Bancos se verán debilitadas, y si ellas estuvieran cerca del límite legal o impuesto por la costumbre, los hará ser cautelosos en la concesión de nuevos créditos, o los hará contraer la suma total de créditos en evolución (19).

En conclusión, mediante la atribución al Banco Central del servicio de Tesorería, las finanzas contribuyen a la estabilidad y al equilibrio del sistema monetario y bancario. En esto las finanzas son auxiliares de las funciones típicas del Banco Central.

Además, como hemos expuesto en la segunda parte, los servicios de préstamos al Estado representan actualmente la principal fuente de beneficios de los Bancos Centrales. Sin ellos, los Bancos Centrales, no estarían en condiciones de desarrollar sus tareas. Por otra parte, es la posesión de fuertes cantidades de títulos gubernamentales lo que les

(19) Sobre el particular, en los Estados Unidos de Norte América, ver KISCH and ELKIN, — Central Banks. Londres, 1932, pág. 38.

permite hacer operaciones de "open market" para la ayuda de la economía monetaria.

Resulta, entonces, que las finanzas públicas y las actividades financieras encomendadas al Banco Central, son también en este aspecto, auxilio necesario de las funciones de director de la economía monetaria y crediticia, a las cuales el Banco Central debe su razón de ser.

MARIO FORNACIARI.