

EL PAPEL MONEDA COMO RECURSO DEL ESTADO

(*Emisión e Inflación*)

HORACIO A. GARCIA BELSUNCE

Profesor Asociado de Finanzas y
Derecho Financiero

El papel moneda como recurso del Estado, ha merecido poca atención dentro de los capítulos de las obras financieras que se ocupan de los recursos públicos. Autores clásicos como Jéze y Leroy Beaulieu dedican más atención al problema, mientras que los financistas modernos, a pesar de encontrarse frente a un recurso que no obstante su carácter extraordinario o anormal va apareciendo como ordinario por el hábito de recurrir a él y como extraordinario por el volumen de sus rendimientos, se ocupan muy someramente de su naturaleza y de sus efectos.

Como en nuestro país el emisionismo del papel moneda viene constituyendo desde tiempo atrás una de las más hondas preocupaciones de gobernantes y gobernados, por el uso discrecional que aquéllos hacen del mismo, hemos creído oportuno hacer algunas reflexiones sobre el tema. Al respecto, aunque el objetivo de nuestro desarrollo es el análisis del papel moneda dentro de las finanzas públicas como recurso y no dentro de la política monetaria, vamos a comenzar con una breve referencia a las distintas clases de moneda, para determinar el carácter y naturaleza del papel moneda dentro del *stock* circulante del país. Luego aludiremos a las formas de emisión, a sus objetos, a la naturaleza jurídico-financiera del recurso proveniente de la emisión, sus efectos sobre las finanzas públicas y sobre la economía en general, para terminar refiriéndonos a las formas y procedimientos para el retiro del papel moneda.

La moneda y sus formas.

Cuando entre los hombres nacieron las relaciones de cambio, éste tenía lugar mediante el trueque o permuta de unas mercaderías por otras. Dada la dificultad que entonces existía para hacer coincidir los valores de las ofertas con los de las

demandas, nació la necesidad de encontrar una mercadería intermedia que solucionara esos inconvenientes; una mercadería que tuviera el carácter de común denominador de los valores, es decir, que llevara un valor intrínseco en sí misma y que como tal, fuera de aceptación obligatoria en las transacciones.

Así, ese común denominador de los valores, fué asignado en los distintos tiempos y lugares a las cosas más diversas y aún más insignificantes (ganado, hierro, pieles, etc.).

Esta variedad de "mercancía-moneda" resultaba en sí misma confusa y por ello se procuró encontrar una mercancía que, de un valor intrínsecamente permanente y superior al que resultase del simple juego de la oferta y la demanda, sirviera de instrumento de pago en las transacciones, con poder cancelatorio.

Surgió así la moneda metálica, de oro, plata y cobre, que resultaba por sus bondades de inalterabilidad, divisibilidad perfecta, alto valor intrínseco, facilidad de uso y de atesoramiento.

De la moneda metálica-mercancía, cuyo valor nominal era el que correspondía a su valor metálico intrínseco, se pasa a la moneda signo y moneda divisionaria (*token money*), cuyo valor es ya convencional, resultante de la voluntad de las leyes que regulan la política monetaria como uno de los atributos del poder del Estado, sin corresponder al exacto valor que como mercancía puede tener.

La moneda papel tiene también cierta antigüedad, encontrándose la utilización de billetes en China (807 A.C.) y en el Japón antiguo, pero el billete moderno aparece recién en el siglo XVII como "billete del tesoro" (Francia en el reinado de Luis XIV) y "billete de banco" al crearse el Banco de Estocolmo y fundarse el de Inglaterra. El billete fué en su principio la constancia simple de un recibo de especies metálicas, transformándose después en instrumento de crédito y por último en instrumento monetario. Es moneda al portador, que ofrece la ventaja de facilidad para el transporte y atesoramiento, carece de valor intrínseco, por lo cual es absolutamente de carácter fiduciario (confianza, fe), representando la prenda sobre una existencia de metálico que puede ser convertida a voluntad del poseedor. No obstante, el importe de billetes en circulación puede exceder del encaje metálico, lo cual no altera la obligación de los institutos emisionistas de reintegrar el valor de los billetes, y este exceso, es lo que se llama "circulación al descubierto", o sea la autorización de un margen de emisión suplementaria sobre el stock metálico y cuya contrapartida son los créditos que los bancos de emisión tienen con sus clientes.

Otro de los signos monetarios, es el llamado por el belga Maurice Ansiaux *moneda escritural*, también denominada *moneda inmaterial* o *moneda bancaria*, denominación esta última objetada, porque implicaría incluir en el concepto los billetes emitidos por los bancos y excluir las emisiones que hacen otras instituciones no bancarias, como los cheques postales. Esta moneda está representada por los medios de pago de uso común, constituidos por lo general, por las disponibilidades que figuran en las cuentas abiertas a nombre de los clientes en las instituciones bancarias y similares (cheques); son realmente instrumentos de crédito, que no tienen valor intrínseco sino fiduciario; de carácter nominativo y que carecen de curso legal, pues salvo disposiciones legales expresas, la aceptación del cheque no es obligatoria como medio de cancelación de los créditos.

Por último tenemos el papel moneda, que es el billete emitido por el Estado o el banco debidamente autorizado, que tiene dos características fundamentales:

1º) *Curso legal*, pues debe ser aceptado en pago con fuerza cancelatoria dentro del territorio del país.

2º) *Curso forzoso*, porque el portador no podrá exigir nunca su cambio por moneda metálica, es decir, es inconvertible.

Formas de emisión.

El Estado puede proceder a la emisión de papel moneda, sea directamente cuando paga a sus acreedores con papel moneda expresamente impreso a ese objeto, constituyéndose en deudor directo y real de ese prestamista forzado y anónimo que es el público, o bien cuando satisface a sus acreedores con el producto de los préstamos que se otorga a sí mismo a través de la banca central, haciendo que ésta le preste y emita a su vez billetes con autorización estatal, para cobrar el adelanto efectuado, sin otro respaldo que el crédito que tiene contra el Estado.

Aunque jurídicamente en ambos casos el deudor es distinto (el Estado en uno y el banco en el otro), en ambos el deudor real es el Estado, pues el reembolso que el banco pudiera hacer del valor representado por el papel moneda, estaría supeditado al reembolso que a su vez le hiciera el Estado. Por la misma razón, en ambos casos el prestamista real es siempre el público, pues aún en la emisión por vía bancaria, el banco es sólo el prestamista aparente del Estado, pues éste no ha tomado los billetes prestados de su capital y el banco no está obligado a reembolsarlos a la vista; es nada más que un intermediario en-

tre el Estado y el público, que actúa a forma de garantía o caución de esa emisión.

Objeto de la emisión.

El crecimiento de las necesidades públicas, la elevación del standard de vida y la misma política social, traen como consecuencia aparejado un aumento en las necesidades de los individuos, que se traduce en un incremento del consumo. Sea con fines de atesoramiento o de mayores goces, los individuos requieren cada vez más dinero y cuando a ese mayor consumo potencial o real no corresponde una equivalencia en la producción de bienes y servicios, creadores de riqueza, los Estados tienden a crear los medios de pago necesarios que esa evaluación requiere y así nace el objeto mecánico, casi siempre engañoso, con que se justifica la emisión del papel moneda.

Se dice generalmente que la emisión de billetes de curso forzoso tiene por objeto defender el encaje metálico y la cobertura de los demás en circulación, especialmente en tiempo de crisis, cuando los depositantes retiran sus haberes de los bancos y cajas en busca de la conversión o simplemente para recurrir a inversiones que aseguren la estabilidad contra la depreciación, acudiendo en socorro de los bancos, para evitar que atendiendo tales compromisos disminuyan su encaje y realicen inconvenientemente su cartera en desmedro de su capacidad de descuento.

Igualmente se ha justificado la emisión en tiempo de guerra. Dice Jéze¹, que la guerra de 1914-18 no habría podido durar cuatro años, si no hubiera sido gracias al papel moneda. Evidentemente que ante este razonamiento, los pacifistas no han de ponderar la emisión, pero ante tal situación de emergencia, es cierto que la emisión ha financiado las guerras, no sólo en su parte bélica sino que ha permitido la movilización de las fuerzas civiles en esas ocasiones y ha mantenido el nivel de la vida económica de los países afectados, permitiendo el cobro de los salarios a los trabajadores, la obtención de los beneficios a los comerciantes, respaldando la balanza de pagos en situación en que aumentan las importaciones y disminuyen las exportaciones y dando ocasión, como dice el autor citado, de hacer fortuna a los grandes y a los chicos.

Este objeto económico de la emisión, si hacemos excepción de la situación de guerra, no es más que un objeto engañoso o aparente. Los gobiernos buscan por conducto de la emisión obtener recursos que no consiguen por otros medios. Ahora bien,

¹ Jéze, Gastón, *Cours de science et de législation financière française*, Paris, 1922, Tº IX, pág. 400.

¿en qué consiste el recurso que provendría de la emisión de papel moneda?

Como bien señala Grizioti² el ingreso que el Estado obtiene de la emisión del papel moneda es proporcionado por el poder adquisitivo que tiene en el momento de su emisión. Tal ingreso se efectiviza en la ocasión en que el Estado paga a sus acreedores con papel moneda, como consecuencia de que al aumentarse la emisión, es decir al aumentar la oferta de dinero, disminuye su poder adquisitivo, y es por conducto de esa disminución que el Estado paga sus deudas de \$ 100, con un billete de ese mismo valor nominal depreciado a \$ 50. En esa diferencia consiste su ingreso.

Es así que la emisión de papel moneda de curso forzoso no tiene realmente una finalidad de ayudar la producción, ni de aumentar los medios de pago a disposición del público, ni defender el encaje metálico contra el pánico, sino ayudar al tesoro público a obtener recursos, cuando se teme el fracaso del empréstito, por falta de ahorro disponible, o por lo que es más grave y los gobernantes bien lo saben, por la falta de confianza del público en las inversiones en papeles oficiales, o también cuando por razones políticas los gobernantes quieren disimular sus necesidades de ingresos, no atreviéndose a sancionar mayores impuestos, obteniendo por esta forma simulada, aquello que abiertamente sería impolítico procurarse.

Naturaleza jurídico-financiera del recurso.

La doctrina financiera califica a la emisión de papel moneda como una operación de *empréstito forzoso*; empréstito, en cuanto los que reciben la moneda están otorgando crédito al Estado por el valor que ella representa, con la esperanza de obtener su conversión en metálico, y forzoso, porque no se da el elemento voluntario que caracteriza al empréstito común.

Para que esta concepción sea aceptable, habría que partir de la base que la inconvertibilidad es transitoria y que el Estado confía en devolver a los particulares el valor en especie que representan los títulos nominales. Sólo puede caber la idea de empréstito donde es immanente la obligación de devolver.

Pero como ello no es lo usual ni lo tenido en vista por los emisores, ya que la inconvertibilidad o curso forzoso es indefinido, podemos decir con certeza que la emisión de papel moneda entraña una operación tributaria, configurando realmente un im-

² Grizioti, Benvenuto, *Principios de ciencia de las finanzas*, Ed. Az., 1943, pág. 437.

puesto. Ya decía Jéze³ que como la emisión en masa importa una depreciación considerable de la fortuna de los individuos, es realmente un impuesto sobre el capital, señalando Dalton⁴, que significa la creación de un impuesto equivalente al monto de lo emitido, una especie de impuesto al giro sobre el uso de la moneda, impuesto regresivo y no proporcional en cuanto implica una redistribución de la riqueza, suplementado por un subsidio a los hombres de negocios, a los accionistas ordinarios y a los muchos tipos de especuladores.

Efectos de la emisión.

Hay un efecto inmediato y directo que se origina por la emisión del papel moneda, que es a su vez la causa de los sub-efectos que vamos a analizar a continuación: la disminución del poder adquisitivo de la moneda, como consecuencia del aumento de la oferta de dinero en circulación.

Distinguiremos los efectos que este procedimiento origina sobre las finanzas públicas y sobre los individuos y la economía en general.

SOBRE LAS FINANZAS PÚBLICAS: Comenzando por lo que puede tener de realmente ventajoso para la política de ciertos gobernantes, que buscan satisfacer propósitos y fines inmediatos, con soluciones de presente, aunque sea en desmedro del futuro, podemos destacar que por vía de la emisión el erario público se provee de recursos enormes en cantidad, elásticos y fáciles de obtener, pues basta recurrir a la "empresa especial" de poner en movimiento la máquina impresora, como la llama Dalton.

Se obtienen recursos más cómodos y seguros para el bienestar político de los gobernantes, pues los efectos escapan al común de los ciudadanos y no se siente del pueblo el efecto psicológico y político inconveniente que causa la creación de impuestos o el aumento de los existentes. Fácil es por consiguiente, engañar con una política tributaria de ligera presión, cuando por vía de la emisión se está imponiendo más gravemente la capacidad económica de la población.

Se obtiene también un recurso más seguro y más barato que el que pudiere provenir del empréstito, de colocación difícil o dudosa y de interés remuneratorio.

³ Jéze, Gastón: *Cours de sciences et de législation financière française*, París, 1925, Tº I, *La technique du crédit public*, p. 240.

⁴ Dalton, Hugh: *Principios de finanzas públicas*, Bs. As., 1933.

Siempre con propósitos de lucimiento político, pueden los gobernantes encarar planes de expansión de obras y de otros gastos públicos de interés para la comunidad, financiando sus costos sin otro esfuerzo más que el de recurrir a la citada "empresa especial".

Aparte de estos efectos que podríamos decir se obtienen como consecuencia de una intención no ponderable, el Estado siempre que recurre a la emisión intencionada o forzosamente ante la crisis, se beneficia al igual que los particulares en cuanto tenga el carácter de deudor, pagando a sus acreedores con moneda depreciada.

Es así, que algunos dicen que se produce la amortización automática de la deuda pública, en cuanto el Estado atiende sus servicios entregando moneda envilecida, pero consideramos que es una apreciación relativa, que puede ser cierta en parte respecto de la deuda interna, siempre y cuando el empréstito haya sido obtenido antes de la desvalorización, porque si no el Estado habría recibido ingreso ya depreciado, y lo contrario sucede en cuanto a la amortización de la deuda pública externa, pues como veremos más adelante, la disminución del poder adquisitivo de la moneda, produce la alteración del régimen de cambios internacionales, con evidente depreciación de nuestro signo en ese orden, por lo cual tal amortización, que se efectúa en divisas, requerirá más pesos nacionales para su servicio.

Todos los efectos que puedan señalarse como convenientes para las finanzas públicas, son realmente ficticios, resultando al final verdaderamente inconvenientes. Si es cierto que con el aumento de circulante se crean los medios para el pago de los impuestos o para la colocación de los empréstitos y se satisficren las demandas de crédito oficial, no es menos cierto que todo conduce al *déficit presumestario*. Como veremos más adelante, el efecto inmediato de la depreciación monetaria es el *alza de los precios*, lo que directamente implica un *aumento de los ingresos*, ya que al volcarse al mercado mayor circulante, aumenta la capacidad del consumo de la población y las ganancias de los productores, industriales y comerciantes, traduciéndose esto en un mayor rendimiento de los impuestos a los consumos y a las ganancias. Pero, esta apariencia de euforia de los ingresos, cae bruscamente, a medida que el emisionismo aumenta y con él la depreciación monetaria y el alza de los precios, castigando rudemente el poder adquisitivo y la capacidad de consumo de la población. Y así al fin de cuentas, el consumo disminuye, las ganancias desaparecen, los impuestos no rinden y esta reducción en los ingresos, se enfrenta con el creciente aumento de los gastos, situación que tiene un único resultado: el *déficit*.

SOBRE LOS INDIVIDUOS Y LA ECONOMÍA EN GENERAL: Señalado anteriormente el efecto inmediato de la disminución del poder adquisitivo de la moneda, veamos cuáles son los efectos que produce sobre los sectores de la economía.

Como consecuencia de la falta de equivalencia entre los medios de pago creados y los bienes y servicios consumibles, se produce indefectiblemente el alza de los precios, no sólo porque el signo de valor de las transacciones se deprecia, sino porque aumenta la demanda como consecuencia del mayor poder de consumo de aquéllos que obtienen beneficios inmediatos de la inflación.

Se perjudican los beneficiarios de rentas fijas, es decir, los tenedores de títulos públicos, los acreedores de obligaciones fijas, los asalariados, los funcionarios y los jubilados. A la disminución del poder adquisitivo de tales rentas, siguen las demandas de aumentos de sueldos y salarios y he aquí cómo la emisión puede ser una de las causas de las conmociones sociales que tanto perturban y dañan a la economía de un país. Como consecuencia de la disminución que acabamos de señalar, se restringe el consumo en esos sectores y es entonces, cuando los productores, industriales y comerciantes, que han obtenido buenos beneficios al comienzo de la inflación o mientras ella ha podido mantenerse en los límites de la "inflación controlada", vendiendo a precios más altos las mercaderías que elaboraron con materias y salarios bajos, comienzan a sufrir pérdidas, como consecuencia de la disminución del consumo.

Como señalamos al pasar en el subtítulo anterior, la caída de los precios en el mercado externo, origina la inestabilidad en los cambios internacionales. Con ella, aumentan los precios de los artículos de importación con daño para la industria nacional (cuando se trata de materias primas); se benefician los exportadores, que convierten en más pesos nacionales la moneda extranjera sana que reciben por sus ventas y se benefician también los importadores del extranjero, que compran con su moneda más bienes en el país.

Se alude a las ganancias de los empresarios como consecuencia de la inflación. Creemos que no es exacto, a menos que confundamos empresarios con especuladores o con cierta clase de negocios de rendimiento personal pero no productivos para la economía del país. Si es cierto que los empresarios como consecuencia del alza de los precios obtienen beneficios sobre la diferencia entre los nuevos niveles y los anteriores sobre los que determinaron el costo de su producción, tales beneficios son efímeros y ficticios, salvo que después de ellos se pretenda ir a la liqui-

dación, pues si hay que seguir produciendo, la reposición del stock de materias primas ó de artículos elaborados para su comercialización y el numerario requerido para afrontar los nuevos salarios, absorben dicho beneficio y quizás, en una inflación acentuada, obligan a nuevas inversiones de capital para afrontarlas.

Como consecuencia de todos estos efectos desfavorables, que en última instancia lesionan las fuentes productivas, se produce el desplazamiento de las inversiones de las actividades productivas a las de especulación. Los hombres de negocios a que alude Dalton, transforman sus capitales e invierten sus rentas rápidamente depreciables, en bienes vendibles de realización rápida e inmediata para obtener beneficios en comparación al costo, o para asegurarse de la desvalorización, transforman sus bienes en aquellos que garantizan el aumento de valor (oro, joyas, moneda extranjera sana, etc.).

Es el auge de la especulación, es el desaliento a las actividades productivas de largo esfuerzo y rendimiento, es la destrucción del trabajo del hombre, cuyo esfuerzo como capital productor de renta no tiene la compensación necesaria que le permita "cover" la inflación. Se produce lo que se ha dado en llamar *in fuga de la moneda depreciada*. Recordemos los ejemplos de Keynes* del vendedor de queso de Moscú, que al vender su mercancía corría al mercado central a reponer la mercadería para evitar tener que pagarla más al final de la jornada o el del bebedor de cerveza de Viena, que a riesgo de tomar sus chónes calientes, los pedía todos juntos, por temor a que si así no lo hacía, tuviera que pagar más a medida que los fuera pidiendo.

El retiro del papel moneda.

La abolición del curso forzoso puede obtenerse por tres sistemas:

a) Por la devaluación, cuando el Estado después de haber estabilizado la moneda por un cierto tiempo, a un cierto nivel, reconoce a este mismo nivel como nueva base de la moneda, cambiando los billetes emitidos a este valor devaluado (v.g. los billetes de \$ 100 se cambian por otros de \$ 50 cuando la devaluación es del 50 %).

b) Por la revaluación, sea total o parcial, cuando el Estado se propone llevar a la moneda al nivel primitivo ó a un nivel superior al actual, si bien inferior al primitivo, retirando los billetes de circulación con una amortización paulatina.

* Keynes, John M., *A treatise on monetary reform*, 1923, pág. 46.

c) Por la desvalorización, sistema menos frecuente, por el cual se estabiliza la moneda a un nivel todavía más bajo que el alcanzado.

En el primer caso, se dice que el procedimiento no es injusto, desde que los particulares recibieron el dinero con su valor depreciado, pero ante el mismo se opone la lesión que se infiere a derechos adquiridos, que puedan resultar de contratos anteriores. El segundo, representa una carga para el Estado, que debe devolver en moneda sanaada lo que recibió con débil poder adquisitivo.

Los medios para hacer efectivo el retiro del papel moneda, pueden consistir en un empréstito interno, que obtiene el Estado para sustraer una masa de billetes de la circulación, que transfiera el débito del Estado de fluctuante en consolidado (consolidación). También puede recurrirse al aumento de los impuestos y a la restricción de los gastos, a fin de ir absorbiendo el Estado el circulante por vía de un mayor ingreso y un menor egreso. Por último, la restricción del crédito por parte de la banca, es un modo efectivo de reducir la circulación, de manera que la masa de billetes que afluye por conducto de los depósitos, permanezca en cada un período de tiempo siempre superior a aquélla que es puesta en circulación con nuevas operaciones.

La consecuencia de estos procedimientos es la deflación. Sus efectos cuando son bruscos e inmediatos son perniciosos. Al aumento del valor de la moneda no sigue una disminución inmediata de los precios. Aún producida la baja de los precios nace la resistencia a la disminución de los salarios y como esto no es posible leerarlo, dado que los regímenes jurídicos garantizan la inalterabilidad en menos de los salarios, la cuestión se resuelve por vía de la desconexión. Así como durante la inflación, se dice que los deudores corren a los acreedores para pagarles, ahora los deudores no pueden cumplir; comienzan las falencias y las bancarrotas; pierden los productores, los comerciantes y los industriales y cesa la producción. Se benefician los que perciben rentas fijas y los acreedores de obligaciones fijas, si es que sus deudores pueden pagarles.

Por ello, de la inflación sólo ha de salirse por vía del incremento de la producción de bienes y servicios, a fin de hallar la equivalencia entre los medios de pago y los bienes adquiribles; la justa relación entre la capacidad de consumo y los bienes disponibles. A todo ello debe llegarse paulatinamente. No es cuestión de devaluar ni de revaluar; es más simple: contener la emisión, lograr la estabilización de la moneda en el nivel en que se encuentra y de ahí en adelante, por vía de la reducción de los gastos públicos y de todas las medidas que conducen a incremen-

tar y alentar la producción, procurar el desarrollo de ésta, el incremento de la tasa de capitalización y con ello, la creación de nuevas fuentes de riqueza, mejorando la balanza de pagos por vía del aumento de las exportaciones, que proporcionarán las divisas necesarias para lograr el mejoramiento de los cambios internacionales e importar en mejores condiciones los bienes necesarios para el perfeccionamiento de las técnicas de producción.

Conclusión.

En los tratados de finanzas hemos encontrado siempre la distinción teórica entre las antiguas falsificaciones de moneda y la emisión de papel moneda. Destacan que las falsificaciones dejan intacto el valor de las monedas anteriormente emitidas, mientras que cada emisión nueva de papel moneda deprecia las emisiones anteriores, al mismo tiempo que habría una distinción fundamental: el curso forzoso en sí mismo no importa la depreciación de los billetes no reembolsables; ella se produce como consecuencia de las emisiones continuadas.

No obstante la distinción propia de las formas de ambos procedimientos, los efectos destructivos de las emisiones han permitido a Paul Leroy Beaulieu llamar a los gobernantes emisores de papel moneda: *falsificadores de moneda*.

La emisión de papel moneda es causa y origen de nuevas emisiones, a las que se ven compelidos aún los gobernantes de buena fe, cuando han comenzado a hacer uso del sistema, pues ante la inminencia de la crisis, es cuando no se atreven a rectificar toda la estructura de un sistema político y económico. La única manera aunque dañina en sí, de prolongar la crisis, no de evitarla, es emitir medios de pago para defender el consumo de la población.

No sería osado sostener, que el emisionismo acentuado, es síntoma de la bancarrota del Estado, pues no se llega a ella sólo cuando se cesa en cesación de pagos, sino también cuando se paga con moneda envilecida.

Así como los estudios financieros se han ocupado de la presión comparativa del impuesto y del empujón sobre la economía, sería necesario para poner en evidencia la verdad de lo que bajo la emisión se encubre, que se analizaran los efectos comparativos de la presión de impuesto con la presión de la emisión. Quizás no sería sorprendente advertir que el Estado obtiene de los particulares mucho más de sus riquezas por vía de la emisión que del impuesto.