

N.º 5

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y DE ADMINISTRACION

INSTITUTO DE
TEORIA Y POLITICA ECONOMICAS

**EL REDESCUENTO BANCARIO
EN LA POLITICA MONETARIA
NACIONAL**

CONTADOR:

ENRIQUE V. IGLESIAS



MONTEVIDEO
1955

N.º 5

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y DE ADMINISTRACION

INSTITUTO DE
TEORIA Y POLITICA ECONOMICAS

**EL REDESCUENTO BANCARIO
EN LA POLITICA MONETARIA
NACIONAL**

CONTADOR:

ENRIQUE V. IGLESIAS



MONTEVIDEO
1955

El Redescuento Bancario en la Política Monetaria Nacional

I

EVOLUCION DE LOS REGIMENES DE EMISION

Es conocida la evolución que han seguido los principios fundamentales sobre los cuales se apoyan los modernos sistemas de emisión. Partiendo de la etapa clásica y ortodoxa en materia económica, para la cual la moneda como tal no ejercía por definición —puesto que funcionaba adecuadamente— ninguna influencia sobre el aparato económico productivo, sino que se le asignaba una mera función agilitadora de los cambios, hasta el momento actual en que se le reconoce como un poderoso instrumento de política económica, el concepto y las bases de los sistemas de emisión han variado fundamentalmente.

Dentro de la política del patrón oro clásico, el sistema de emisión en manos de la autoridad central, tenía como únicas finalidades:

- a) garantizar la integridad cualitativa y cuantitativa del metal contenido en la moneda emitida.
- b) asegurar a la comunidad —en el caso de la creación de billetes representativos— la posibilidad de conversión del

papel en metal y la libertad de fusión y acuñación del mismo metal.

- c) seguir un rígido principio de respaldo metálico para las cantidades de billetes emitidos contra metal.
- d) asegurar a la comunidad internacional, la libre exportación e importación del metal.

Es de hacer notar al mismo tiempo que la noción de moneda se asimilaba a un instrumento concreto —metal— con un valor intrínseco además de su función de cambio.

Avanzando el tiempo, ambos conceptos —sistema de emisión y moneda— se transformaron sustancialmente.

A raíz de la crisis del año 1929 y luego del aporte keynesiano, se reconoció la influencia del aparato monetario sobre el sistema económico y se observó que su influencia no era siempre pasiva con relación a este. Se cambió entonces la base teórica de lo que debía ser un buen sistema de emisión para concebir un patrón monetario funcionando dentro de un sistema económico nacional, al servicio de los objetivos generales de ocupación total de los factores y desarrollo armónico y creciente del ingreso nacional.

En esa forma nació la noción del “papel moneda controlado”. Dentro de ese concepto, el sistema de emisión, como una parte importante de la política monetaria, dejó de ser un procedimiento automático para convertirse en una intervención activa en el mercado monetario que neutralizara la influencia de la moneda sobre el sistema económico y en especial sobre el nivel general de precios.

La propia noción de moneda varió. De un concepto metalista se pasó a definir el dinero como un simple instrumento de cambio cuya existencia venía impuesta por la autoridad emisora —Estado— con independencia de su respaldo metálico.

Se partía de la doble existencia de un “aparato real” y un “aparato monetario”. El primero, integrado por el conjunto de bienes y servicios producidos, distribuidos o consumidos en un período de tiempo determinado. El segundo, constituido por el total de medios de pago generados y ofertados en el mercado bajo la forma de demandas monetarias que movilizan aquella renta o ingreso previamente creados.

Dentro de ese planteamiento, las funciones esenciales de un sistema de emisión nacional pueden concretarse en:

- a) Proporcionar los medios de pago requeridos para el funcionamiento de la creación y comercialización de los bienes y servicios producidos en el país.

- b) Sujetar esa creación al principio de las “legítimas necesidades del mercado” evitando totalmente la creación inorgánica o descontrolada de los medios de pago que no respondan a las exigencias reales de la plaza.
- c) Emplear en la consecución de estos objetivos, distintas políticas en el campo monetario y crediticio (políticas de encajes flexibles, de redescuento, de acción directa del Banco Central, de contralor selectivo del crédito, etc.).
- d) Orientar la creación de medios de pago por parte del organismo emisor y de los Bancos en función de los principios de elasticidad y seguridad.

Hemos dejado expresamente estas características finales del moderno sistema de emisión por reputarlas fundamentales y por entender que resumen la posición actual de la teoría y la política económicas sobre el problema que nos ocupa en este capítulo.

1º) Elasticidad

Se entiende por un sistema de emisión “elástico” aquel cuyo mecanismo de creación de medios de pago (“billetes” y “depósitos a la vista”) se adapta fácilmente y sin desplazamientos en el tiempo, a las mayores o menores necesidades de circulante requerido por la plaza, lanzando o absorbiendo los billetes en las cantidades demandadas.

Es sabido que la oscilación en las transacciones de la plaza, es debida a determinantes cíclicas de tipo estacional, que obligan en determinadas épocas del año a mayores financiaciones (por compra venta de zafras, por movimientos de importaciones y exportaciones, etc.).

Pero además, la oscilación no sólo responde a las fluctuaciones en los movimientos anuales de la producción o la comercialización de los bienes, sino al desarrollo creciente de los bienes y servicios de un país y a los aumentos de precios. Estos movimientos cíclicos a largo plazo en la producción, comercialización y/o precios de la renta nacional de un país, obligan igualmente a una generación fluctuante de los medios de pago necesarios para financiarlos.

El sistema de emisión elástico debe responder a las necesidades estacionales y cíclicas del ingreso nacional y su movilización dentro del mercado, a través de un mecanismo ágil de creación de medios de pago que se adapte a los requerimientos de la plaza.

Este principio no era aplicable lógicamente a una política de patrón oro, puesto que dentro de la misma, la creación de billetes sólo era posible por el ingreso de metal al instituto emisor y éste no fluctuaba en todos los casos en la misma forma que el mercado.

Tal, pues, lo que entendemos por “elasticidad del sistema de emisión”.

2º) Seguridad

El concepto de seguridad dentro del sistema de emisión ha cambiado en la misma forma. El régimen inicial del patrón oro concebía la seguridad del billete en la existencia de un sólido respaldo metálico del mismo, resguardado en las arcas del instituto emisor.

Actualmente, las modernas concepciones del dinero y la imposibilidad de convertir el papel a metal, así como también la no influencia de ese factor en el cambio mismo, han obligado a redefinir esta característica de los medios de pago creados.

Se dice que un sistema de emisión es seguro, en una economía nacional, cuando es capaz de garantizar el poder adquisitivo los medios de pago a través del tiempo.

Para ello y tal como se dejara establecido más arriba, es imprescindible evitar la creación inorgánica de medios de pago que deben responder a las exigencias de la plaza y no a impulsos inflacionistas que trastocan completamente el funcionamiento del aparato económico y derivan en peligrosas redistribuciones de ingresos entre las distintas clases sociales.

En el terreno del comercio internacional, en cambio, el concepto no ha variado. Las permanentes desvalorizaciones de los signos nacionales y sus consiguientes variaciones de poder adquisitivo en los mercados internos de cada país, a consecuencia, especialmente, de la crisis de 1929 y la segunda conflagración mundial, condujeron a una desconfianza general en las monedas de los distintos países. Por ello las transacciones internacionales se hacen sobre la base de una traducción de los precios a metal o bien de la utilización de una moneda —actualmente el dólar— capaz de asegurar a los países que lo aceptan o dan en pago de transacciones, la conservación de poder adquisitivo internacional a través del tiempo.

3º) Conclusiones

Podemos concluir por consiguiente, que los objetivos actuales de un sistema de emisión quedan definidos como sigue:

- a) Creación de medios de pago de acuerdo con necesidades orgánicas y reales del mercado.
- b) Elasticidad del mecanismo generador de medios de pago.
- c) Seguridad del signo nacional por la conservación de su poder adquisitivo en lo interno.
- d) Seguridad de las reservas internacionales por el contenido metálico de las mismas.

LA OFERTA Y DEMANDA DE MEDIOS DE PAGO EN UN SISTEMA ECONOMICO NACIONAL

En el capítulo anterior estudiamos —a vía de introducción— los objetivos generales de un sistema de emisión. El segundo paso de acercamiento al problema central de este trabajo lo constituye el estudio de la Oferta y la Demanda de los medios de pago para ubicar en ambas al redescuento bancario.

1º) Oferta de medios de pago

En general, en todos los países, el circulante a inmediata disposición del público —que integra la oferta de medios de pago de la colectividad— se constituye por:

- a) *Medios de pago “billetes”*, compuestos por la totalidad de billetes generados por el Sistema de Emisión y en poder del público.
- b) *Medios de pago “depósitos a la vista”*, representados por el total neto de depósitos en cuentas corrientes bancarias a la disposición inmediata de sus titulares.

Estos últimos son a su vez divisibles en:

1. Depósitos creados con fondos propios de los clientes.
2. Créditos autorizados por los Bancos en descubierto y no girados aún por el público.

El primer tipo de depósito, es una simple sustitución del billete por el saldo en cuenta corriente, lo que convierte a ésta en un sustituto de aquél. Pero además, existe dentro del dinero giral, el creado por los Bancos.

Dado que éstos no retienen en sus tesoros una suma de billetes equivalente a la totalidad de depósitos que reciben en custodia (a plazo y a la vista), sino que por el juego de depósitos y retiros, les basta con mantener sólo un porcentaje de aquellos en

efectivo (encaje), prestan el excedente, dando lugar a una verdadera creación de medios de pago a disposición del público por expansión de las operaciones activas y contracción de las pasivas.

El dinero giral, conjuntamente con los billetes, integran la totalidad de medios de pago a utilizarse por la plaza. Como el uso de cada unidad "medio de pago" puede ser hecho en más de una oportunidad, es necesario afectar a cada una de ellas por un coeficiente de "velocidad". La multiplicación de los medios de pago por sus respectivas velocidades en un momento determinado, constituye la oferta de medios de pago de la colectividad.

Por la sola enunciación de sus definiciones, es fácil colegir la íntima vinculación entre una y otra forma de generación de medios de pago. La creación del dinero giral reposa, en última instancia, en el monto de billetes en poder de la colectividad y puestos a disposición de los organismos bancarios.

Por consiguiente, toda regulación monetaria que afecte al sistema de emisión habrá de gravitar, indefectiblemente, sobre el medio de pago depósito.

Un estudio pormenorizado de la oferta de medios de pago sería materia de un extenso análisis, especialmente en cuanto hace referencia a la composición cualitativa de los mismos y a su vinculación con la época y el lugar de cada país, al ritmo de crecimiento y perfeccionamiento del sistema económico al utilizar en mayor grado el instrumento "cheque", etc. Entendemos sin embargo, que siendo su única finalidad proporcionar una base teórica para el tema central en estudio, es suficiente con esta breve exposición.

En conclusión podría afirmarse:

- a) Que la oferta de medios de pago se integra por los billetes y los depósitos a la orden inmediata del público, afectados por el coeficiente de velocidad.
- b) Que existe una íntima dependencia entre la creación de uno y otro tipo de medios de pago, tanto cualitativa como cuantitativa.

2º) Demanda de medios de pago

Enfrentada a la oferta, se encuentra la demanda de medios de pago, que nace por la producción y comercialización de los bienes y servicios, con características especiales según los distintos sectores de la comunidad.

A efectos puramente ilustrativos podríamos recurrir a la siguiente clasificación:

- a) Mercado interno de bienes y servicios.
- b) Mercado externo de bienes y servicios.
- c) Mercado de valores.

a) *Mercado interno de bienes y servicios.*

En el origen de toda actividad económica productiva —ya sea de bienes o de servicios— se encuentra la función del empresario (privado o público). Este, contrata factores productivos (obreros, capitales, tierras, etc.) que, por aplicación de sus respectivos esfuerzos, producirán aquellos bienes o servicios.

La remuneración de estos factores —que en un sistema de trueque debería hacerse mediante el reparto de los productos creados— se realiza en una economía monetaria a través de los medios de pago (billetes y/o depósitos) que el empresario recibe a su vez de la venta que efectuó de sus productos.

En la simplicidad del esquema, entonces, el sector de producción “solicita” al instituto emisor una masa de circulante que le permita hacer el cambio,

1. de prestaciones de servicios contra sus respectivas remuneraciones —salarios, arrendamientos, intereses, beneficios, etc.,
2. de bienes y servicios vendidos contra el pago de un precio en moneda.

En un sistema simplificado y en equilibrio (sin la intervención del ahorro), las cantidades de billetes reclamadas por los distintos sectores y factores por su trabajo, será igual a las compras de la misma producción, por cuanto los demandantes de los bienes producidos serán los mismos factores en la posición de consumidores.

Ahora bien, múltiples variables inciden en la formación de la demanda de circulante necesaria para el financiamiento del sector productivo, pero en lo fundamental son:

- a) *la cantidad* de bienes y servicios; una mayor cantidad de los mismos requerirá un mayor circulante para la financiación del proceso descrito más arriba,
- b) *los precios*; dado que este factor, al multiplicarse por las cantidades, cuantifica el circulante necesario tendremos que, a mayores precios se exigirán más medios de pago en la plaza.

Fuera de estos factores juegan otros que podríamos exponer con extensión y que sólo enunciaremos a mayor abundamiento:

- a) la especialización y la división del trabajo,
- b) la densidad de la población, su composición cualitativa, su distribución territorial, etc.
- c) la extensión del país,
- d) el desarrollo de las formas jurídico-institucionales de las empresas,
- e) la mayor integración de las empresas industriales y comerciales, etc.

Todos estos son factores determinantes del volumen de circulante y sus movimientos, al alza o a la baja, obligan a una intensificación del plafón de medios de pago utilizables en la plaza, a cuya creación debe proveer la oferta, a efectos de no detener el proceso de desarrollo de los distintos sistemas económicos nacionales.

b) *Mercado internacional de bienes y servicios.*

Por su relevante importancia lo separamos del capítulo anterior, aunque teóricamente se encuentra comprendido en él.

El sector internacional, estudiado desde el punto de vista del movimiento real de exportaciones e importaciones, necesita de circulante:

- a) para el pago, por los importadores, de sus respectivas importaciones al Instituto que le provee de divisas internacionales y,
- b) para la compra por parte del Instituto Cambiario, de las divisas provenientes de las exportaciones.

En idéntica forma, el movimiento de medios de pago provocado por el mercado internacional de capitales, puede concretarse en la suma de circulante necesario para convertir las compras y ventas de divisas del mercado internacional a la moneda interna.

En ambos sectores del Balance de Pagos, dos factores juegan en la determinación del volumen de medios de pago utilizados en su financiamiento:

- a) *el monto de divisas comercializadas,*
- b) *el o los precios de esas respectivas divisas (tipos de cambio).*

c) *Mercado de Valores.*

Es conocida la importancia de este mercado, especialmente en países de elevado desarrollo y con gran abundancia de capital flotante aplicado a la compra y venta de valores.

Ese volumen de transacciones requiere una determinada cantidad de circulante que fluye de los demandantes hacia los oferentes.

En idéntica forma que en los otros mercados, podría cuantificarse su monto por:

- a) *la cantidad* de papeles comercializados (al valor nominal),
- b) *los precios medios* de los mismos (cotización).

Prescindimos en este esquema simplificado, de toda otra variable, como las fuerzas especulativas, con determinantes propias, pero que no interesan a los efectos limitados de este estudio.

Quedaría por ubicar en el precedente análisis, la intervención que le cabe al Estado. El presupuesto de éste —estudiado exclusivamente en su función monetaria— puede concretarse en una labor de caja, absorbiendo medios de pago por vía de los ingresos y volcándolos a la plaza en forma de gastos. El supuesto de un presupuesto equilibrado —con igualdad de egresos e ingresos— es inoperante desde el punto de vista de la demanda y oferta de medios de pago en sus fases cuantitativas. Su influencia es puramente cualitativa, esto es, por la redistribución que provoca y por los efectos sobre otros planos de análisis.

Por el contrario, un déficit presupuestal determinará una demanda neta de medios de pago y a la inversa en el caso de un superávit. Estos movimientos sin embargo, se encuentran traducidos en un aumento o bien de los servicios estatales o bien de los precios de los distintos factores contratados por el mismo. Ambos supuestos se encuentran comprendidos en el mecanismo del mercado interno o externo de bienes y servicios.

III

LA ORGANIZACION DE UN MERCADO MONETARIO NACIONAL EN PAISES ESCASAMENTE DESARROLLADOS

El análisis realizado en el capítulo anterior, nos permitió determinar y caracterizar los sectores que dentro de un sistema económico nacional, generan medios de pago y los que crean las necesidades de circulante.

Tal análisis sin embargo, quedaría incompleto, si no lo dinamizáramos, incluyendo las variables en juego en nuestra realidad nacional. Es sabido que los problemas económicos adquieren enfoques particulares, según el momento histórico, según la realidad institucional de cada país, según su sistema y su estructura económico-sociales, etc.

Por tal motivo, los países escasamente desarrollados, como los latinoamericanos, presentan características propias que es necesario tener presente para el estudio de cualquier problema que los afecte, especialmente en el terreno monetario y de creación de medios de pago.

En primer lugar, toda política económica —tendiente al desenvolvimiento de esos países— debe comenzar por un plan general en el que aparezcan —armónicamente coordinadas—, las distintas políticas: fiscal, monetaria, de producción, de precios, etc., que lo integran.

No es concebible, pues, una política monetaria, dictando los principios de organización y funcionamiento del sistema monetario, si no se regulan aquéllas con el resto de las políticas que propenden al desarrollo de la economía nacional.

Actualmente, se reconoce cada vez con más intensidad, que es preciso emplear el mecanismo monetario y bancario como un poderoso instrumento de iniciación y mantenimiento de la política de desarrollo.

En efecto, una política semejante tiene como objetivos inmediatos, el logro de un incremento del ingreso real de la comunidad, con una mejor distribución y una corriente permanente del mismo.

Para alcanzar esos objetivos, se presentan dos grandes problemas o conjunto de problemas, agrupables en la siguiente forma:

- a) lograr una definición y coordinación de las distintas políticas de desarrollo mencionadas más arriba, aplicadas a una realidad determinada,
- b) proponer las fórmulas de financiamiento de ese plan de desarrollo.

Es este último aspecto que requiere la atención especial de la política monetaria —en la parte que nos ocupa en este momento— y la política fiscal.

Podría decirse, que las vías que actualmente dispone un país para lograr su objetivo de desenvolvimiento pueden concretarse a través de las siguientes financiaciones posibles:

- a) *un financiamiento externo*, por vía de los empréstitos que aumenten el capital productivo de la comunidad, mejorando el capital existente, volcado casi exclusivamente, a la actividad primaria (ganadería y agricultura) e incrementando el que se aplica a las producciones secundarias y terciarias.
- b) *un financiamiento interno*, mediante los recursos provenientes del ahorro y del crédito. Dado que estos países cuentan con escasos ahorros que posibiliten la creación de capitales, se hace necesario capitalizar con cargo al crédito, generando nuevos ingresos por vía de las obras públicas, del mejoramiento de los transportes, de la energía, etc. Esta forma de financiación la puede adoptar la actividad privada por medio del crédito bancario, o la actividad estatal por vía del déficit fiscal.
- c) *un mejor aprovechamiento de los recursos monetarios del mercado*, utilizando al máximo los que se crean y distribuyéndolos en la mejor forma posible.

La primera fórmula de financiamiento depende de determinantes principalmente externas al país, quedando sujeta a la política de los organismos financieros internacionales o bien a las decisiones y expectativas del capital privado. Su aplicación hasta el momento, no ha adquirido el ritmo que sería deseable, por lo que estos países han tenido que recurrir a fórmulas sustitutivas, como la segunda y tercera arriba mencionadas.

La segunda vía, —en cuanto se refiere a capitalizar contra crédito si se realiza en forma descontrolada— puede llevar a peligrosas brechas inflacionarias, cuyas consecuencias nunca son previsibles.

Se acepta que, en el principio, el impacto inicial debe estar en manos del Estado, invirtiendo en obras fundamentales (vías de

comunicación, fuentes de energía, mejoramiento agrario. etc.). Para ello debe recurrir al endeudamiento, con lo que provocará en la plaza una paulatina elevación de precios que tonificará al mercado volviendo favorables las expectativas del empresario y por consiguiente moviendo su decisión a invertir. Tal política sin embargo, debe detenerse oportunamente. Terminada la etapa inicial de creación de nuevas fuentes de ingresos por vía del crédito y el déficit fiscal, debe hacerse intervenir a la política monetaria de selección del crédito y contralor del origen y aplicación de los recursos monetarios a actividades económicamente deseables.

La tercera vía presupone un aprovechamiento acertado de los recursos monetarios. A vía de ejemplo: la reducción de los encajes al límite técnicamente aconsejable y la utilización del excedente en inversiones productivas, la aplicación del redescuento en la forma aconsejada por la técnica, la política de interés, el uso de los ahorros en poder de la colectividad, la buena distribución y orientación de la red bancaria, la especialización de las instituciones de crédito, etc.

Esta fórmula permite aprovechar, dentro de ciertos límites, los recursos ya creados y dar a los mismos una aplicación productiva tendiente al mejoramiento y a la elevación del ingreso nacional.

Observando pues, y sólo a grandes rasgos, las precedentes exposiciones podemos concluir, con respecto al papel que le cabe a la política de creación de medios de pago:

- a) que en una planeación de desarrollo económico, la creación de medios de pago no sólo debe cumplir con el requisito de la elasticidad, mencionada en el capítulo anterior, sino adaptarse a la modalidad de la fórmula de financiamiento adoptada o a la combinación de varias,
- b) que si se persigue la financiación externa, debe proveer el circulante necesario para convertir a moneda nacional los nuevos capitales ingresados o financiar la producción de los mismos dentro del mercado interno,
- c) que si se persigue la financiación interna, debe financiar las inversiones iniciales del Estado en una primera etapa, y adaptarse a la política selectiva del crédito en la segunda,
- d) que si se complementa lo anterior con la mejor utilización de los recursos monetarios, debe mantener la elasticidad en cualquiera de las medidas adoptadas.

IV

EVOLUCION DE LOS OBJETIVOS DE LA POLITICA DE REDESCUENTO

El redescuento bancario, ha sido uno de los más antiguos instrumentos utilizados por la política monetaria de los Bancos Centrales. Su aparición se hace conjuntamente con la doctrina del patrón oro clásico y luego, con las modificaciones sucesivas de los objetivos de las políticas monetarias ha cambiado sustancialmente en su aplicación, atravesando sucesivas etapas.

Podemos esquematizarlas en la siguiente forma:

- a) Regulador del mercado de cambios,
- b) Regulador del crédito interno (contralor cuantitativo),
- c) Regulador del sistema emisor,
- d) Regulador del sistema emisor y del crédito interno.

1º) Regulador del mercado de cambios

Este primer objetivo fué cumplido esencialmente bajo el régimen del patrón oro clásico, afincándose especialmente en la tasa de redescuento.

Bajo el patrón oro automático, las entradas o salidas de metal (por un desequilibrio en el movimiento de importaciones y exportaciones o de capitales) provocaba un flujo y reflujo de medios de pago en la plaza, dado que sólo podía emitirse contra el metal. Estos movimientos en los medios de pago (billetes y crédito), provocaban la expansión o contracción de toda la actividad interna —especialmente los precios— los que teóricamente debían provocar la vuelta al equilibrio (de exportaciones e importaciones o de entrada y salida de capitales).

En efecto, una salida de oro, por aumento de las importaciones, provocaba un retiro de billetes (y por consecuencia una baja en el crédito), una disminución de los precios en general y los

costos. Este último factor especialmente, provocaba un desestímulo a las importaciones y un estímulo a las exportaciones por mejores precios en el mercado interno que en el externo.

Este mecanismo, tan automático como teórico, nunca funcionó en la forma prevista por la teoría. El Banco de Inglaterra, que estuvo llamado a ser la institución reguladora del sistema de aquel país y del resto del mundo —por su influencia sobre las demás naciones—, nunca dejó actuar libremente a las fuerzas del patrón, sino que lo intervino por medio del redescuento.

Cuando se producía el movimiento desfavorable de drenaje de oro por mayores importaciones y por salida de capitales, el Banco subía la tasa de redescuento. Con esa medida se creaba un mayor incentivo a la colocación de los capitales internacionales y se detenía la fuga del metal. Al mismo tiempo, al subir la tasa de los préstamos por reflejo de la de redescuento, se desestimulaban las colocaciones para la importación, frenando por ese lado nuevamente el drenaje de divisas y restaurando el equilibrio de la Balanza de Pagos.

Un idéntico proceso pero a la inversa se producía para el caso de los ingresos de capitales y/o mayores exportaciones.

En todo este juego se desvirtuaba el mecanismo automático de sistema, por vía de la tasa de redescuento, que venía a pesar directamente sobre los tipos de cambio y las relaciones cambiarias internacionales, al frenar o estimular los movimientos de capitales y de bienes.

Del examen sumamente simplificado que acabamos de realizar, se desprende también, que el Banco de Inglaterra no actuaba sobre volúmenes de redescuento, sino sobre tasas.

2º) Regulador del crédito interno

Vencido el patrón oro con la crisis de 1929, sucedió, en el objetivo central de la política monetaria, el logro de una estabilización interna del nivel de precios independientemente de la marcha del tipo de cambio y el mercado externo.

Se consideró que la tasa de interés, por constituir el elemento "costo" en la inversión de capitales, estimulaba o desestimulaba las decisiones a invertir de los empresarios si la altura de la misma era menos o más elevada.

Partiendo de esa premisa, se pretendió actuar sobre las tasas buscando activar o enlentecer la actividad económica interna. En época de baja de precios y disminución de la actividad general, el Banco Central debía reducir la tasa de redescuento. En esa for-

ma el costo del dinero para los Bancos sería inferior y podrían prestar a menores intereses. Con ello se tonificaría la inversión y el ritmo general de los negocios en consecuencia.

Por el contrario, cuando se estimaba que las inversiones alcanzaban un ritmo por encima de las posibilidades del ahorro nacional y que podría llegarse a un aumento inflacionario en los precios. El Banco Central debía aumentar la tasa y con ello restringir las demandas de crédito y las posibilidades de inversión.

Esta política, sin embargo, dependiendo fundamentalmente de la tasa de redescuento, nunca alcanzó plenamente sus objetivos. Su éxito dependía de que, al elevar el Banco Central su tasa de redescuento, se produjese un retraimiento en las solicitudes de redescuento, de la banca privada y un aumento del interés de la plaza e inversamente, en casos de una baja. Pero si los bancos pueden seguir políticas independientes del Banco Central, los movimientos en las tasas de redescuento no tendrán influencias significativas sobre la tasa general de interés de la plaza.

Por tal motivo, sólo cuando los recursos de la banca privada fueron disminuyendo, se acentuaron las posibilidades de éxito de tal política por la mayor dependencia de éstos con el organismo central. Sin olvidar la independencia que mantienen los bancos en la creación que les es propia, esto es, el dinero giral o bancario.

3º) El redescuento como instrumento emisor

El tercer objetivo que puede caberle al redescuento es el de servir como puntal de la emisión.

En general se fué observando que el respaldo metálico de la moneda no seguía la marcha de los requerimientos del mercado mientras que las mayores necesidades de circulante, por aumento de los ingresos, de las transacciones, de las políticas de desarrollo, etc. forzaban a buscar nuevas posibilidades a la emisión.

Cada vez más la reserva metálica fué perdiendo importancia, quedando vigente muchas veces solo en el plano de la garantía psicológica, y se introdujeron nuevos puntales tales como el redescuento.

Se reconoció que toda vez que la plaza experimenta la necesidad de un medio de pago (billete o depósito) para financiar una operación comercial, puede recurrirse a un documento (si los intervinientes no disponen de medios de pago presentes). Ese documento es llevado a un banco quien puede redescontarlo —en determinadas condiciones— en el Banco o Instituto Central, el que puede a su vez emitir billetes contra ese documento y entregárse-

los al Banco y este al cliente. Se crea una masa de billetes para financiar la operación —durante el ciclo de vida de la misma— al término de la cual se cancelará el préstamo, ingresando los billetes al banco privado y por este al instituto emisor.

Por vía del redescuento se adelantan medios de pago para financiar el ciclo de las operaciones comerciales cumplidas.

Teóricamente, un aumento de las transacciones en los distintos sectores provocaría un incremento en los documentos y con ello nuevas posibilidades de redescuentos en el Banco Central. El fenómeno inverso se produciría en la depresión.

A este mecanismo de creación de circulante contra redescuento de documentos se le oponen limitaciones:

- a) no todas las operaciones son documentadas,
- b) no siempre los bancos recurren al organismo emisor para llevar los documentos a redescantar.

A pesar de ello, la nueva forma de emisión vino a dar solución a la "impasse" provocada por las concepciones oristas rígidas, que solo admitían la emisión contra metal. Tal posición, en el caso de un país en recuperación, con nuevas posibilidades de producción y desarrollo, pero sin posibilidad de traducir ese movimiento interno en reservas áureas, provocaba un freno al ritmo ascendente de la Economía por la inelasticidad del mecanismo monetario.

La nueva concepción sustituyó a la metálica y dió a la creación de medios de pago un fundamento racional: se crean instrumentos de pago contra la producción real.

4º) El redescuento al servicio de un objetivo general de desarrollo económico

El redescuento utilizado como puntal de la emisión, pretende hacer corresponder el circulante creado a las legítimas necesidades de los distintos sectores productivos. Pero su influencia es limitada en una política tendiente a orientar esas necesidades hacia un incremento del ingreso nacional y su mejor distribución.

Por ello, en estos últimos tiempos la política de redescuento se adscribió a un objetivo no sólo cuantitativo sino cualitativo, esto es, el contralor cualitativo del crédito.

El contralor selectivo del crédito presupone ciertas formas de canalización de las colocaciones bancarias. Dentro de la gestión bancaria, los préstamos se realizan en función de la seguridad (responsabilidad del solicitante), liquidez (posibilidad de reembolso dentro del plazo) y rentabilidad (interés remunerador).

La orientación selectiva introduce un elemento adicional: el desestímulo de la operación que propende al desequilibrio del sistema económico, y el favorecimiento de aquella que sirve a los planes de desarrollo económico.

Tal tipo de contralor tuvo su aplicación original en los Estados Unidos, limitando el crédito al mercado de valores y estimulando el crédito al consumo bajo determinadas formas.

Es conocida la importancia del mercado de valores en países de gran crecimiento industrial y comercial, al punto de convertirse en un verdadero barómetro de la situación de los negocios. Dentro de la organización de ese mercado afinado, se trabaja con un grado elevado de especulaciones que distraen en forma perniciosa, cuantiosos recursos monetarios que son restados indebidamente a las posibilidades crediticias de los bancos, y que podrían tener otras provechosas aplicaciones en la industria o en el comercio. Reconocido ese hecho, el contralor se aplicó sobre este tipo de colocaciones prohibiendo el redescuento proveniente de papeles del mercado de valores, limitando los márgenes de crédito concedido con garantía de títulos o valores, restringiendo los préstamos a los inversionistas de la bolsa, etc.

El segundo sector, el consuntivo, fué objeto de regulación similar en el mercado norteamericano. En ese país, de estructura altamente capitalista existe para el organismo central monetario, una verdadera responsabilidad social en mantener la demanda de productos a un nivel adecuado, de manera de evitar las depresiones cíclicas en las industrias de producción de artículos duraderos (muy sujetos a fluctuaciones al alza y a la baja).

Por esa causa, se reconoce que el crédito al consumo, al financiar las compras de tales productos, ejerce una verdadera función social dependiendo de su marcha la situación de todo un vasto sector industrial. Y en ese sentido se entró a regular la concesión de créditos al consumo, no sólo directos por vía bancaria, sino indirectos, al financiar con préstamos las ventas a plazo de las empresas intermediarias. En uno y otro caso se busca el fomento del crédito para atender a las necesidades del consumidor y mantener en actividad todo el aparato productivo de todo un extenso sector de la producción.

Tales las medidas adoptadas en países altamente industrializados.

En nuestro medio en cambio —y de acuerdo con los principios ya expuestos— contamos con reducidos ahorros que deben ser aprovechados al máximo y correctamente utilizados fomentando aquellas demndas que propenden a la capitalización del país y al incremento de su productividad.

En el logro de esa selección u orientación de las demandas, el redescuento presenta múltiples posibilidades de utilización, combinando los siguientes instrumentos:

- a) utilizando tasas diferenciales para los distintos tipos de papeles que se desea estimular o desalentar en su creación.
- b) estableciendo porcentajes o relaciones entre los papeles redescontados con relación a los distintos tipos de crédito a la industria, al comercio, al agro, etc.
- c) estudiando plazos acordes con el verdadero ciclo de las operaciones financiadas y asegurando en forma indirecta, el buen fin de los recursos creados,
- d) realizando contralores inspectivos en las empresas para asegurar la correcta aplicación de los fondos obtenidos, etc.

Naturalmente que esta política combinada en materia de redescuento reconoce, al igual que la anterior, que la emisión contra redescuento de papeles generados en transacciones reales, responde, mejor que ningún otro puntal de emisión a la creación orgánica de los medios de pago.

Solo que se pretende dar al instrumento una proyección mayor en el terreno de la política monetaria vinculada a medidas de tipo fiscal, productivo, etc. que coadyuvan armónicamente al desarrollo de los países escasamente desenvueltos.

Tal el moderno sentido que puede tener la utilización del redescuento bancario.

EL SISTEMA DE EMISION VIGENTE EN EL URUGUAY

Terminada la introducción teórica al tema, corresponde examinar nuestra realidad nacional, a la luz de aquellos principios, comenzando por el sistema de emisión vigente y observando si el mismo cumple con las condiciones de elasticidad y seguridad.

1º) En su elasticidad

Nuestro régimen actual, queda definido legalmente, por las leyes del 19 de enero de 1938, 2 de enero de 1939, 24 de junio de 1948 y 16 de noviembre de 1950.

En lo fundamental, se establece que el Departamento de Emisión del Banco de la República, puede emitir billetes por los siguientes conceptos:

- a) contra el equivalente al capital realizado del Banco con la garantía de su activo líquido,
- b) contra entrega de oro al Departamento de Emisión y por el equivalente legal que corresponda en billetes,
- c) contra entrega de plata, hasta un máximo de 12 millones de pesos moneda nacional,
- d) contra el redescuento de documentos comerciales relacionados u originados en la negociación de las mercaderías, materias primas, frutos del país, etc. y dentro de determinadas condiciones,
- e) contra afectación de los recibos de compra de trigo de la cosecha 1953/54 (disposición por una sólo vez).

¿Configuran nuestras actuales bases de emisión, un sistema elástico?

Exminando los diferentes puntales, resulta:

- a) *respecto al capital del Banco.*

En el momento actual, esta base es rígida alcanzando un máximo de 70 millones de pesos de capital realizado. En su origen, la creación de billetes contra este puntal, no obedeció a nin-

guna creación orgánica, en función de una estimación cuantitativa de las necesidades de circulante. En el momento actual, las variaciones de la marcha de la demanda de medios de pago, no tienen repercusión sobre esta forma de emisión, que no cumple entonces, con las condiciones de elasticidad.

b) *respecto al oro.*

En esta base, juega toda la tradición metalista de nuestros anteriores sistemas. Por corresponderse con un criterio de seguridad vigente bajo el régimen del patrón oro —visto en otro capítulo— el Estado emite contra el metal, en determinadas proporciones de respaldo (1 peso billete por cada 0,585018 grms. oro).

Prescindiendo del factor psicológico que está presente en este puntal, no podemos afirmar que la marcha de las reservas áureas afectadas a la emisión, siga en sus altas y bajas, la evolución de los negocios en la plaza.

En efecto, no siendo un país productor, las únicas vías de incrementación de las reservas de oro, provienen del comercio internacional, cuando las divisas ingresadas por exportaciones o ingresos de capitales, son convertidas a oro y llevadas al Departamento de Emisión.

De esa enunciación podemos observar:

- a) que las reservas siguen muy indirectamente la evolución del mercado interno de producción de bienes y servicios (a través de la producción para la exportación),
- b) que sigue sólomente la marcha del comercio internacional en cuanto existan saldos favorables convertibles a oro,
- c) que esos saldos monetizables, sólo ejercen influencia sobre la Emisión cuando son afectados a esa finalidad por el Banco de la República.

Las cifras de las tenencias en oro del Departamento de Emisión, demuestran claramente la veracidad de la precedente afirmación:

Años	Oro en el D. de Emisión
Dic. de 1949	202:736
" " 1950	255:813
" " 1951	248:307
" " 1952	248:307
" " 1953	268:502
" " 1954	248:307

Resulta pues, que la emisión contra oro, en el momento actual es poco elástica, siendo sensible a la marcha de un reducido sector de las necesidades del mercado.

c) *respecto a la plata.*

La creación de billetes contra plata depositada en el Departamento de Emisión, hasta un máximo de 12 millones de pesos, participa de la rigidez observable en la emisión contra el capital del Banco, (por cuanto constituye un plafón fijo igual que aquella) y de la tradición metalista señalada en la creación contra oro.

d) *respecto al redescuento de documentos.*

La creación de billetes contra documentos redescontados por los Bancos privados puede considerarse técnicamente, como la base más elástica de nuestro actual sistema de emisión.

Considerado teóricamente, un mayor movimiento en los negocios provocará la creación de mayor cantidad de documentos nacidos de la producción y comercialización de la renta nacional. La mayor afluencia de documentos comerciales posibilitará a los bancos descontantes a recurrir al Departamento de Emisión y retirar, por vía del redescuento, los billetes que hagan líquidas aquellas operaciones. El levantamiento de los documentos, a la terminación del ciclo de la operación financiada hará ingresar al Instituto Emisor los billetes generados.

El siguiente cuadro ilustra la influencia que los incrementos en el Redescuento en estos últimos años, han tenido sobre el total de billetes emitidos:

FECHA Fin de Diciem.	REDESCUENTOS BANCARIOS (en miles de pesos)				BILLETES EMITIDOS (en miles de pesos)		
	Banco República	Bcos. Priv.	TOTAL	INCREM.	TOTAL	INCREM.	
(1)							
1950	50.000	2.194	52.194		386.479		
1951	50.000	19.622	69.622	17.428	396.448	9.969	
1952	50.000	23.769	35.152	108.921	39.299	435.548	39.100
1953	50.000	48.644	33.379	132.023	23.102	478.362	42.814
1954	50.000	58.644	99.424	208.068	76.045	533.903	55.541

(1) Ley 24 de junio de 1948.

Las cifras demuestran que la emisión en el último quinquenio aumentó fundamentalmente por el incremento de los documentos redescontados.

e) *respecto a los certificados de compra de la cosecha de trigo por el Estado.*

Aun cuando este puntal de emisión rige únicamente para la cosecha del año 1953/54 resulta interesante su consideración dado que existe un proyecto de ley similar a este, para incluir en iguales términos a la cosecha del año 1954/55.

El fundamento de su introducción es el mismo que el del redescuento aun cuando sea el Estado el que lo realiza, dado que la emisión se asienta en una transacción real provocada por la compra de una producción.

Por iguales razones, entonces, podemos caracterizarla como una base elástica, aun cuando limitada a un sector del agro.

2º) En su seguridad

En lo que respecta a la seguridad de la emisión interna, nuestro país no puede ubicarse dentro de ninguno de los sistemas tipos en esta materia.

Por la parte de emisión de billetes contra oro y plata, regiría la seguridad en el respaldo metálico. Su seguridad es relativa, si se atiende a que el régimen actual de inconvertibilidad no permite al tenedor del billete hacerse del oro o plata que lo respalda.

Para el sector emitido contra el capital del Banco de la República, el seguro lo constituiría el Activo del mismo.

Para los billetes lanzados a la plaza contra el redescuento de documentos comerciales y certificados de compra de la cosecha de trigo 1953/54, el respaldo lo constituirían los documentos guardados en el Banco Central, garantizados por la responsabilidad patrimonial de firmantes, descontantes y/o redescantantes.

Planteados los precedentes supuestos, ¿puede afirmarse que nuestro sistema de emisión, cumple con el objetivo actual de la seguridad del billete emitido en el mercado interno (garantizar su poder adquisitivo a través del tiempo)?

La respuesta a esta pregunta sólo puede hacerse teniendo en cuenta el momento y el origen de la creación de los medios de pago "billetes". Si los mismos son creados contra la producción generada o comercialización de la renta nacional, diremos que el billete agiliza el cambio y su respaldo está en la propia producción o comercialización que viene a financiar.

En ese sentido, en la creación contra el capital del Banco, el oro y la plata, no existe una creación que responda a una nece-

sidad de la plaza determinada cuantitativamente, sino una generación sometida a la tradición metalista que dominó nuestro panorama económico hasta la segunda guerra mundial.

En la creación de medios de pago "billetes", contra documentos, si estos acceden a operaciones reales del mercado, existe planteada una necesidad que puede ser provista de manera técnicamente correcta por una emisión adicional de billetes por el Departamento de Emisión.

Prescindimos en este momento —por tratar exclusivamente el sistema emisor de billetes— de la influencia que esas creaciones pueden provocar sobre la infraestructura del crédito bancario.

3º) Conclusiones

Luego de lo expuesto podemos afirmar:

- a) en cuanto a la elasticidad, nuestro actual sistema de emisión es bastante rígido en algunos de sus puntales (capital del Banco, oro y plata) y elástico en otros (redescuento y certificados de trigo),
- b) la elasticidad del redescuento tiene sin embargo limitaciones propias que pueden encontrarse en:
 - los usos comerciales en materia de documentación de las transacciones,
 - el crédito bancario, que puede financiar las nuevas necesidades en función de los recursos propios de la moneda bancaria,
 - la política bancaria privada que está facultada a llevar o no sus documentos al Departamento de Emisión, aun cuando se encuentre al máximo en la posibilidad de sus créditos. Pueden jugar en esta determinación, factores atinentes a la política seguida por cada banco, a las expectativas de futuro, a la seguridad y rentabilidad de las nuevas operaciones, etc.
- c) la seguridad rige con criterio metalista para cierto tipo de emisión (oro, plata y capital del Banco) y con criterio moderno —en función de las necesidades del mercado y de la creación orgánica que asegure el mantenimiento del poder adquisitivo— para los otros puntales (redescuento y certificados de trigo).

Descontamos que, en materia internacional, el principio de seguridad del instrumento monetario se rige —como en la comunidad de naciones— por el criterio metalista, tal como fuera expuesto en el primer capítulo de este trabajo.

VI

LA ACTUAL ORGANIZACION DEL REDESCUENTO EN EL URUGUAY

Corresponde ahora examinar detenidamente el funcionamiento del redescuento enfrentado a la oferta y demanda de medios de pago de nuestro país, relacionándolo no ya con el sistema de emisión como fué hecho en el capítulo anterior, sino con la oferta global de medios de pago.

1. Organización legal

La etapa documentaria se inicia en nuestro país con la ley del 14 de agosto de 1935 vinculando el aparato emisor al productivo por primera vez, al aceptarse el redescuento indiscriminado de documentos hasta un máximo de 10 millones y con exclusión de los del Estado.

Actualmente, el redescuento queda definido legalmente por las leyes del 24 de junio de 1948 y 16 de noviembre de 1950.

a) *Ley del 24 de junio de 1948.*

Por esta ley, el Departamento de Emisión queda facultado a entregar billetes al Departamento Bancario para que este redescuente documentos comerciales a otros Bancos, extendidos a un plazo no mayor de 180 días, y con total exclusión de las obligaciones del Estado y sus dependencias. Se fija en 50 millones el plafón máximo. Esos billetes así emitidos, deberán ser recogidos y entregados al Departamento de Emisión a medida que se cancelen los documentos descontados o redescontados.

b) *Ley del 16 de noviembre de 1950.*

Esta disposición amplió notablemente el ámbito del redescuento encauzándolo definitivamente hacia una utilización más técnica del mismo. Introdujo tres innovaciones fundamentales:

- a) eliminó la base de 50 millones, como máximo, impuesta por la ley precedente,
- b) facultó a los Bancos para redescantar directamente en el Departamento de Emisión en lugar de hacerlo en el Departamento Bancario,

c) tecnicizó las condiciones de los documentos al establecer que debían corresponder a:

“ documentos comerciales relacionados con la negociación de mercaderías, materias primas, ganados y frutos del país, que lleven por lo menos dos firmas solventes, una de las cuales deberá ser bancaria y que venzan dentro de un plazo de 180 días contados a partir de su redescuento”.

La nueva ley además obligaba al Banco de la República a ponerse en condiciones ajustando los documentos redescontados al amparo de la ley del 24 de junio de 1948 a las precedentes disposiciones.

Concretamente, puede afirmarse que el espíritu del legislador al introducir esta nueva variante perfeccionada del redescuento, ha sido el siguiente:

- a) crear medios de pago para la financiación de operaciones reales, con origen en transacciones corrientes o circulantes autofinanciables a corto plazo (compra venta de mercaderías, materias primas, ganados y frutos del país, etc.),
- b) fijar un máximo de 180 días, presuponiendo que es ese el plazo máximo del ciclo de la compra, comercialización y venta en el mercado,
- c) mantener la garantía solidaria del banco descontante, de correr con los riesgos de la operación en su faz bancaria,
- d) dejar librado a la decisión del Departamento de Emisión, la facultad de fijar la tasa de interés a la altura que estime conveniente.

Tales los elementos que caracterizan actualmente nuestro sistema.

2. El redescuento en la oferta de medios de pago

La oferta de medios de pago en el Uruguay, al igual que en la exposición teórica hecha en capítulos anteriores, se integra por:

- a) billetes creados por la vía expuesta en el estudio de sistema de emisión,
- b) depósitos bancarios a inmediata disposición del público.

La creación de medios de pago en su elasticidad, esto es en su sensibilidad frente a los movimientos del mercado presenta estas características:

- a) los bancos privados y el Banco de la República por su Departamento Bancario, crean dinero giral (bancario) por el juego de los encajes que les permiten prestar por encima de sus posibilidades propias (capital y reservas). Esta forma de creación siente, lógicamente, las influencias del mercado dado que se expande o se contrae de acuerdo con sus requerimientos.

Encuentra sin embargo un tope, más allá del cual no puede extenderse y que queda determinado por:

- los encajes mínimos que se deben mantener (legalmente el 8% para depósitos a plazo y 16% para depósitos a la vista),
- el monto de depósitos, función de los usos y costumbres de la comunidad en materia de ahorro y utilización del cheque,
- la propia gestión bancaria enfrentada a los riesgos, que pueden frenar la decisión a prestar a pesar de tener posibilidades para ello.

Estos márgenes y algunos otros cuyo peso no es de tanta importancia, imponen un límite natural a la expansión del crédito bancario.

La elasticidad del crédito pues, enfrentada a la demanda de medios de pago de la plaza, tiene un tope lo que lo hace elástico dentro de determinados límites. Alcanzados estos, y si la marcha de los negocios exige mayores financiaciones, el único instrumento que puede devolver a la plaza su liquidez, es el sistema de emisión a través de la creación de billetes adicionales.

- b) La elasticidad de toda la oferta de medios de pago, des cansa en definitiva sobre la elasticidad de la creación de billetes, dado que en última instancia, agotados los recursos del crédito los bancos se ven forzados a recurrir al Departamento de Emisión a efectos de hacer líquidos sus carteras. Y tal como fuera demostrado más arriba, el único puntal capaz de ser sensible a esa necesidad es, en el momento actual, el redescuento de las carteras bancarias. Los demás puntales resultan insuficientes para atender la marcha de la demanda monetaria.

Es necesario sin embargo, tener presente un elemento complementario cuya importancia sería difícil ponderar cuantitativamente.

La masa de billetes nueva, generada por el Instituto emisor, influye sobre los medios de pago de dos vías.

- a) por los nuevos billetes en poder del público, y
- b) por los nuevos billetes que quedan o reingresan en forma de depósitos en los Bancos. Este circulante permite a su vez, al influir en la infraestructura del crédito, ampliar las posibilidades crediticias de la Banca por una mayor expansión.

Con esa creación adicional se está en condiciones de atender nuevas demandas de circulante provenientes del mercado.

En conclusión podría afirmarse:

- a) que la oferta de medios de pago en nuestro país, integrada por billetes, depósitos y sus respectivas velocidades es elástica dentro de ciertos límites para la parte de creación de dinero bancario.
- b) que la ampliación de las bases crediticias y la elasticidad en definitiva de toda la oferta, reposa en el sistema emisor de billetes y éste, a su vez, en su puntal más elástico que es el redescuento bancario.
- c) que el redescuento, al permitir la emisión de nuevos billetes, no sólo permite hacer líquida la transacción real a que accede, sino que incluso, por la parte de nuevos billetes que vuelve a los bancos en forma de depósitos, permite una creación adicional de dinero bancario.

3. El redescuento en la demanda de medios de pago

Determinado que la oferta de medios de pago asienta su elasticidad en la utilización especialmente, del redescuento bancario, queda por decidir si la organización actual de este Instituto, permite su sensibilidad frente a todos los impactos de demanda provenientes de los distintos sectores del mercado.

Corresponde que nos sintemos, al igual que en la parte teórica, en todos ellos:

- a) *mercados interno de bienes y servicios.*

Una mayor producción o circulación de los bienes o un aumento en sus precios, en el interior, deparará una mayor necesidad de circulante.

De acuerdo con las disposiciones actuales, todas las operaciones en ese mercado, en cuanto fueran auto-financiables (hasta 6 meses de plazo) y accedieran a transacciones corrientes, serían redescontables.

No quedan comprendidas las operaciones de financiación del consumo y de la inversión (en activos fijos).

Resultaría de mucho interés, poder determinar el monto máximo de transacciones del mercado que podrían ser redescontadas en el caso de ser documentadas. Para ello se necesitaría contar con series completas de estadísticas, en especial, en materia de ingreso nacional.

b) *mercado externo de bienes y servicios.*

Para este mercado, el redescuento cubrirá todas las operaciones de financiación de las exportaciones e importaciones, en cuanto no se afecten a la introducción de activos fijos.

A efectos de poder ilustrar en forma aproximada sobre el volumen redescontable de este mercado, hemos preparado dos cuadros anexos en los que se da cuenta del volumen de medios de pago afectados a la exportación e importación.

Para el caso de las importaciones, se ha supuesto un ciclo máximo de realización en la plaza, esto es, 6 meses. (Todos los documentos tendrían ese plazo). Partiendo de ese supuesto, las cifras de documentos por estos conceptos permitirían mantener un saldo promedial de redescuentos de:

1949	.....	148:470
1950	.....	175:494
1951	.....	267:058
1952	.....	198:770
1953	.....	181:387
1954	.....	207:758

(Ver cuadro N° 1)

Para las exportaciones en cambio, hemos supuesto una financiación de dos meses —que cubriría la compra de los productos y el adelanto del importe de la venta en moneda nacional por parte de los bancos, a exportadores e intermediarios antes de que se realice la transacción y el Banco de la República adquiera las divisas.

Ambos plazos, son naturalmente teóricos por cuanto no pretenden nada más que proporcionar un volumen aproximado de las necesidades de circulante provenientes del sector de bienes y servicios de la Balanza de Pagos.

El circulante promedio (susceptible de ser documentado) afectado a las exportaciones sería:

1949	.....	49:497
1950	.....	86:328
1951	.....	52:293
1952	.....	65:252
1953	.....	69:450
1954	.....	59:356

(Ver cuadro N° 2)

c) *Mercado de Valores.*

La absorción de circulante por parte del mercado de valores no puede ser provista por vía del redescuento, dado que sus operaciones no son redescontables en el Departamento de Emisión.

Sus necesidades deben ser provistas por los billetes en poder del público o los depósitos bancarios.

4. Conclusiones

Luego del examen precedente podemos afirmar:

a) *con respecto al régimen actual del redescuento.*

Se utiliza actualmente como un puntal de la emisión de billetes, que permite a la oferta monetaria adaptarse a las necesidades provenientes de determinados sectores.

Los demás sectores, esto es, la financiación del consumo privado, de la inversión de empresa, del mercado de valores y los déficit del Estado, no quedan amparados por este instituto. No puede ser de otra forma dado que el redescuento, en su organización actual, sólo financia las operaciones corrientes y líquidas.

b) *con respecto a la oferta de medios de pago.*

Dada la inelasticidad natural del crédito bancario que reposa en la altura de billetes en poder de los Bancos, y la inelasticidad del sistema de emisión en sus otras bases, el redescuento resulta ser el único puntal elástico de toda la oferta de medios de pago y por consiguiente, es sensible a la creación o absorción de circulante de acuerdo a la marcha de la demanda.

c) *con respecto a la demanda de medios de pago.*

El redescuento se estructuró solo para responder a las demandas del mercado interno y externo de bienes y servicios, en la financiación de las transacciones corrientes.

VII

CONCLUSIONES GENERALES

Luego de lo expuesto se puede concluir:

- a) Los actuales objetivos de un sistema de emisión, persiguen la elasticidad y la seguridad en la creación de billetes. El nuestro, cumple parcialmente con el requisito de la elasticidad, a través de la utilización del redescuento bancario. Los demás puntales de la emisión (oro, plata y capital del Banco), resultan rígidos o casi rígidos.
- b) La oferta monetaria se integra, no sólo por los medios de pago "billetes" sino también, por los medios de pago "depósitos". Por consiguiente su elasticidad, respondiendo a la demanda de medios de pago, depende de la adaptabilidad de ambos sectores a los movimientos de ésta. Dado que la elasticidad del medio de pago "depósito" no es infinita, sino que depende de la masa de billetes puesta a disposición de los Bancos —con determinantes propias según los usos, costumbres y leyes de cada país—, resulta que en definitiva la elasticidad de toda la oferta monetaria, se asienta en la del aparato generador de billetes y ésta a su vez, en el redescuento.
- c) La seguridad en los medios de pago, que corresponde en el momento actual a la concepción teórica de mantener el poder adquisitivo del signo nacional, acuerda con dicha concepción sólo en la parte de creación de billetes por vía del redescuento, esto es, con cargo a la generación de renta en la plaza y su consiguiente comercialización. Los demás instrumentos monetarios siguen los viejos conceptos, especialmente metalistas, de la seguridad.
- d) La demanda de medios de pago se alimenta con los impactos provenientes de todos los sectores del mercado. Dado que el redescuento no es sensible a todos, es necesario

que el crédito bancario y los billetes emitidos contra los demás puntales de sistema, sirvan a las necesidades de los sectores no abarcados por aquél. Tal una de las funciones que cumplen el dinero bancario y los Institutos especializados. Por la primera vía, se provee al crédito al consumo y, por la segunda, el crédito especializado (agrícola, industrial, hipotecario, etc.) que cumplen en nuestro país respectivamente, la Banca nacional, el Banco de la República, y el Banco Hipotecario entre otros Institutos.

- e) la utilización actual del redescuento, en nuestro medio, se ha hecho con sentido predominantemente emisionista, pretendiendo con ello regular los medios de pago a las necesidades del mercado. Pero, en realidad, no se le ha utilizado como herramienta propicia para seleccionar el crédito y/o aprovechar más intensamente nuestros escasos recursos monetarios.
- f) El redescuento tiene como función primaria, servir a la plaza del circulante necesario. Su aparición en el tiempo, es posterior a la demanda y oferta de bienes y servicios por lo que, teóricamente, podría admitirse que no ejerce influencia directa sobre la evolución de los precios. Estos dependen de los ingresos monetarios en poder de la plaza, (volcados en demandas) y del conjunto de bienes a disposición del mercado (volcados en ofertas). Si las demandas superan la oferta disponible los precios subirán y se irán ocupando nuevos factores (obreros, máquinas, capitales, etc.) para incrementar la oferta de bienes y servicios. En el momento que se alcance la plena ocupación de los factores, si las demandas se incrementan artificialmente (por utilización improductiva del crédito o del deficit fiscal), diremos que la suba superviniente de precios es inflacionaria.

En esa evolución, la influencia del redescuento en su creación de billetes viene a hacer líquidas demandas ya creadas. Con ese líquido traducido a billetes, se posibilita no sólo la financiación de la operación creada, sino incluso una nueva expansión adicional del crédito. Si esa expansión, en manos de los bancos, se hace atendiendo a legítimas necesidades de la plaza, la influencia que llamaremos secundaria, del redescuento, tampoco se sentirá sobre las demandas y ofertas creadas y, por consiguiente, sobre los precios.

Naturalmente que podría aducirse que muchas transacciones se detendrían y las demandas no se plantearían si los empresarios o consumidores, no contaran, a posteriori, con una financiación del ciclo de la operación.

Pero una detención en tal sentido, de la elasticidad del sistema, mientras no haya alcanzado la ocupación total, cortaría el crecimiento normal y paulatino de la renta nacional y por tanto, las posibilidades del desarrollo interno de los países.

Una limitación en la elasticidad del sistema pues, que en el momento actual se produciría por la contracción de las posibilidades de redescuento, tendría efectos positivos en caso de ocupación total, pero, si los factores no se hallan ocupados, sus derivaciones serían negativas porque podrían incluso sumir a la plaza en un ciclo depresivo y bajista, al verse obligadas las empresas a detener sus compras y su producción y los consumidores la adquisición de sus productos.

En mérito a lo cual podría concluirse, que la elasticidad como tal, debe acompañarse con medidas de política monetaria, tendientes a orientar y canalizar esas demandas hacia una utilización productiva de los recursos monetarios.

Ello sólo es posible lograrlo mediante el contralor u orientación selectiva del crédito, que elimine las posibles brechas inflacionarias y provea, no sólo a la creación elástica y orgánica de los medios de pago, sino también a un contralor indirecto de aquellas demandas de circulante.

Todo ello, sin embargo, tendría efectos muy restringidos y parciales si, a las medidas en el campo monetario, no siguen planificaciones en el terreno de la política fiscal, de producción, de precios, de salarios, etc., coadyuvantes todas ellas de un plan económico general.

- g) en cuanto al alza inflacionaria de precios que ha caracterizado el desarrollo de las Economías latinoamericanas en la post-guerra, la influencia del redescuento podría ser de dos tipos:
 1. si el redescuento es utilizado adecuadamente, sirviendo a las necesidades reales de la producción y comercialización de la renta nacional, elimina rigideces entre los aparatos monetario y productivo y puede integrar con éxito, el conjunto de instrumentos aplicados en una política anti-inflacionaria.

2. Si el redescuento y la política crediticia en general, lanzan al mercado medios de pago que no responden a las necesidades reales de la producción y comercialización de la renta nacional, ellos contribuirán a agravar o acelerar los procesos de alza inflacionaria de precios.
3. De acuerdo con lo anteriormente expuesto, el redescuento, es fundamentalmente una herramienta al servicio de la política dineraria, la cual a su vez, integra los objetivos de la política económica general. Por tanto, si los distintos sectores de ésta (políticas dineraria, de precios, de ingresos, de salarios, de producción, etc.) persiguen objetivos no acordes con un desarrollo ordenado de todas las fuerzas productivas, se provocarán desajustes que el aparato monetario y menos, aún el redescuento que es un instrumento parcial del mismo, por sí solos, no están en condiciones de combatir.

VIII

PERSPECTIVAS DE FUTURO

De todo lo expuesto, se deduce que es necesario propender, por todos los medios, a un desarrollo armónico de nuestro ingreso nacional y a una distribución equitativa del mismo entre los distintos grupos sociales.

En la búsqueda de ese objetivo, se hace imprescindible trabajar con un plan comprensivo y global, que abarque la totalidad de los sectores monetario y de producción.

En la ordenación de las políticas monetarias, se debe comenzar por una mejor utilización de los recursos monetarios actuales persiguiendo su aprovechamiento máximo.

El redescuento constituye una excelente política de creación de medios de pago a instancias de las demandas del mercado. Pero su plena utilización admite una aplicación al desarrollo económico nacional si es puesto además, al servicio de la selección y orientación del crédito.

Su utilización garantizaría en ese caso:

- a) la elasticidad del mercado monetario, al disponer de un mecanismo ágil de creación de medios de pago,
- b) el origen cierto y la aplicación de los fondos destinados a fomentar actividades económicas tendientes al desarrollo de nuestra capacidad productiva.

No debe verse en este instrumento —redescuento— el único utilizable en el aprovechamiento al máximo de los recursos monetarios.

A vía de ejemplo podrían citarse:

- a) la mejor utilización de los encajes bancarios, llevándolos al mínimo técnicamente aconsejable y liberalizando parte

de los recursos actualmente improductivos para aplicarlos a inversiones necesarias,

- b) mejor utilización de los ahorros dispersados en manos de la población para ponerlos al servicio de la producción y el consumo.
- c) una mayor utilización de la documentación en las transacciones comerciales.
- d) una creciente utilización de los depósitos bancarios como forma de pago, etc.

A N E X O S

CUADRO N° 1

Estimación teórica del circulante promedial absorbido por las Importaciones
(en miles de pesos)

Años	Cambio U \$ S	Vendido \$ m' / n.	Imp. de Activo Fijo	Imp. de Activo Circulante	Circulante Promedio	
	(1)	(2)	(3)	(4)		
1949	175.271	349.342	15 %	52.401	296.941	148.470
1950	211.714	418.341	16.1 %	67.353	350.988	175.494
1951	309.928	611.818	12.7 %	77.701	534.117	267.058
1952	233.874	460.116	13.6 %	62.576	397.540	198.770
1953	216.542	420.364	13.7 %	57.590	362.774	181.387
1954	254.838	498.220	16.6 %	82.704	415.516	207.758

El precedente cuadro pretende estimar el monto de circulante requerido por la plaza, para la financiación para el importador, del período que va desde la adquisición de sus productos en el exterior (que repercute en el mercado monetario interno, en el momento de realizar la cobertura o compra del cambio en el Fepública) hasta la venta de los mismos productos.

Para estos efectos, se estima un ciclo único de 6 meses al término de los cuales, recibe por sus ventas, el circulante solicitado.

Col. —1— El volumen de cambio contratado, denunciado en los Boletines del Banco de la República, fué convertido a moneda nacional en los porcentajes y tipos digirido y libre comercial.

Col. —2— Al volumen monetario total absorbido por las importaciones, se le deducen el requerido por la Importación de Activos Fijos. En esta columna se hace una estimación de los mismos, aplicando un porcentaje de relación entre las Importaciones totales y las de Maquinarias, y otros activos fijos (cuyos documentos no son redescontables).

Col. —3— Corresponde al volumen monetario requerido para la financiación total de las importaciones en cada año.

Col. —4— Corresponde al circulante promedial correspondiente a un ciclo financiado de 6 meses y una distribución equivalente de las importaciones durante el año.

CUADRO N° 2

Estimación teórica del circulante promedial absorbido por las Exportaciones			
(en miles de pesos)			
Año	Cambio USS	Comprado \$	Circulante promedial
1949	181.699	296.980	49.497
1950	315.677	517.966	86.328
1951	187.386	313.758	52.293
1952	237.387	391.512	65.252
1953	246.427	416.579	69.430
1954	211.336	356.139	59.356

El precedente cuadro pretende estimar el monto de circulante requerido por la plaza, para la financiación para exportadores y/o intermediarios, del proceso completo de la exportación, desde la adquisición en el mercado interno de los frutos del país, hasta la cobertura de circulante realizada por el Banco de la República al comprar el cambio proveniente de las ventas al exterior.

Para estos efectos, se estima un ciclo único de 2 meses para la realización de ambos extremos.

Col. —1— Se tomó el cambio comprado por el Banco de la República, (denunciado en los Boletines del mismo) y se convirtió a moneda nacional en los porcentajes y tipos dirigido y libre comercial.

Col. —2— Corresponde al circulante promedial en un ciclo de 2 meses y una distribución igual de las exportaciones durante el año.

Es preciso dejar constancia en los datos de este cuadro y del anterior, que existe un desfase entre los montos aquí denunciados y los correspondientes años, dado que la compra o venta del cambio no equivale a una financiación inmediata. Por carecerse de otros datos se prescindió de esa consideración en el buen entendido de que existe una compensación de un año con otro y que las variantes probables no incluyen en las consideraciones que los mismos puedan merecer.

INDICE

I

<i>Evolución de los regímenes de emisión</i>	5
1. Elasticidad	7
2. Seguridad	8
3. Conclusiones	9

II

<i>La Oferta y Demanda de Medios de Pago en un Sistema Económico Nacional</i>	10
1. Oferta de Medios de Pago	10
2. Demanda de Medios de Pago	11

III

<i>La Organización de un Mercado Monetario Nacional en Países escasamente desarrollados</i>	15
---	----

IV

<i>Evolución de los objetivos de la Política de Redescuento</i>	18
1. Regulador del Mercado de Cambios	18
2. Regulador del Crédito Interno	19
3. El Redescuento como Instrumento Emisor	20
4. El Redescuento al servicio de un objetivo general de desarrollo económico	21

V

<i>El Sistema de Emisión Vigente en el Uruguay...</i>	24
1. En su elasticidad	24
2. En su seguridad	27
3. Conclusiones	28

VI

<i>La Actual Organización del Redescuento en el Uruguay</i>	29
1. Organización Legal	29
2. El Redescuento en la Oferta de Medios de Pago	30
2. El Redescuento en la Demanda de Medios de Pago	32
4. Conclusiones	34

VII

<i>Conclusiones Generales</i>	35
-------------------------------------	----

VIII

<i>Perspectivas de Futuro</i>	39
ANEXOS	41
Cuadro N° 1	41
Cuadro N° 2	42