



¿Una tercera moneda?

Rogelio Pontón

La inflación en Argentina

La moneda argentina fue creada en 1881 y pesaba 1,61 gramos de oro. Era equivalente a un peso papel. Desde 1883 a 1885 funcionó la convertibilidad, pero en este último año fue suspendida.

Siguió a continuación una fuerte emisión monetaria que llevó a la crisis de 1890. En ese año se necesitaban alrededor de 4 pesos papel por 1 peso oro. La política que siguió hizo que el peso papel se valorizara y en 1899 se dictó la ley de conversión que fijó la relación en 2,27 pesos papel por 1 peso oro.

En 1900 comenzó a funcionar la Caja de Conversión (creada por Carlos Pellegrini en 1890). Desde ese momento, y con la entrada de oro en la Caja, comenzó un período de estabilidad monetaria que duró hasta 1929, por supuesto con la suspensión de dicha convertibilidad desde 1914 a 1927.

En 1927 nuestro país tenía en la Caja de Conversión y en los bancos alrededor de 1.000 toneladas de oro. La estabilidad monetaria del período hizo que las inversiones externas fuesen importantes a tal punto que en esas primeras décadas del siglo veinte la red de ferrocarriles se incrementó en alrededor de 25.000 kilómetros lo que hoy representaría u\$s 32.500 millones. Para un país con una población de alrededor de 8 millones de habitantes, la confianza que transmitía el sistema monetario era una atracción de inversiones externas.

Vino después la crisis de 1930. Se creó el Banco Central en 1935 y se devaluó el peso papel en relación al oro y también al dólar estadounidense. Recordemos a este respecto que el dólar era un poco más pesado que el peso oro (alrededor de 1,67 gramos) y que bajo la presidencia de Roosevelt se devaluó en alrededor de un 60%. En los años '30 la cotización del peso con respecto al dólar estadounidense era de casi 4 pesos por 1 dólar.

En 1935 se creó el Banco Central como una entidad mixta. El Dr. Federico Pinedo fue su principal artífice y eso se percibe claramente si se leen los debates en el Congreso Nacional, que lo tuvo a él, por ser Ministro de Hacienda entre los años 1933-35, como expositor del Gobierno Nacional (los debates se pueden leer en el segundo tomo del libro "La creación del Banco Central y la experiencia monetaria argentina entre los años 1935-1943", publicado por la entidad en 1972). Habría sido interesante poder preguntarle años después si volvería a poner la pasión que tuvo en aquellos debates para crear el Banco o, como sostenía nuestro tribuno santafecino, el Dr. Lisandro de la Torre, si no hubiese sido mejor no crearlo, "porque crear el Banco Central es poner la hacienda de los argentinos en manos de los gobernantes".

No vamos a analizar todo el período de funcionamiento de esta institución pero sí, a modo de resumen, de qué manera cumplió con su principal objetivo que era el asegurar la estabilidad monetaria. Después de 8 ejercicios (hasta 1943) de administración ordenada en que el destacado economista Raúl Prebisch estuvo a cargo de la gerencia del Banco, la





fuerte emisión monetaria que siguió en las décadas siguientes hizo que la moneda se depreciase alrededor de 10 billones de veces, dado que se le sacaron 13 ceros.

A fines de 1945 el Banco Central tenía acumulado 1.191,8 millones de dólares equivalentes a 1.022 toneladas de oro. También había 423,5 millones de dólares que probablemente no eran convertibles a oro, aunque el Gral. Juan Domingo Perón dijo en diciembre de 1946 que el Banco Central tenía 1.500 toneladas que podrían representar 5.800 millones de pesos, aunque sólo se habían emitido 3.700 millones (afirmación que se encuentra en su obra Discursos).

Hacia fines de 1950 las reservas de oro habían descendido a 210,3 millones de dólares (equivalentes a 180 toneladas del metal) y 341,30 millones de dólares en divisas que probablemente no eran convertibles. Parte de las reservas existentes en 1946 se utilizaron para el pago de la deuda externa que hacia el año 1950 prácticamente era cero, aunque en realidad hubo una sustitución de deuda externa por deuda interna, especialmente a través de los llamados bonos previsionales.

La gran emisión monetaria de fines de los '40 y principios de los '50 llevó a la inflación, la que pasó a ser un componente continuo de la vida diaria de las personas y si es verdad que logró aquietarse en algunos años, en la década del '70 y del '80 se desbarrancó llegando a niveles hiperinflacionarios. Después de abril de 1991, a través de un tipo de cambio fijo de 1 a 1 entre el peso y el dólar, la tasa de inflación se redujo a niveles muy bajos, pero a partir de la devaluación de principios del 2002, volvió a incrementarse. En los últimos meses, y según las distintas proyecciones realizadas por institutos privados, la inflación apunta a alrededor de 30% en términos anualizados.

La inflación y los precios relativos

En una economía de mercado el número de artículos diversos es mayor que en una economía centralmente planificada, como era la de la ex-URSS. En ésta, según un libro de la economista Lavigne, el número de artículos llegaba a 25 millones.

Si cada uno de esos artículos tiene un precio expresado en una determinada cantidad de unidades monetarias, tenemos 25 millones de precios.

Pero lo anterior no es lo más importante. Lo que interesa a la gente son los llamados precios relativos: ¿cuánto vale la soja en relación al maíz?, ¿cuánto vale la carne de vaca en relación a la carne de ave?, ¿cuántos salarios necesito para comprar un auto?

¿Pero cuántos precios relativos hay?

El total de precios relativos de la economía de la ex URSS, con 25 millones de artículos, era igual a 312.499.987.500.000. En una economía de mercado, con alrededor de 100 millones de artículos, los precios relativos serían 4.999.999.950.000.000.

Hemos partido de que esos 100 millones de artículos tienen un solo precio cada uno de ellos.

¿Qué pasaría si cada artículo tuviese 3 precios?

En ese caso tendríamos arreglos repetitivos de 3 a una potencia de 100 millones.





El anterior es un número altísimo y más si lo comparamos con la cantidad de átomos que hay en el universo. El gran físico austriaco Walter Thirring estima la cantidad de átomos que hay en el universo en 10 a una potencia de 88 (ver su libro "Cosmics Impressions", traducción al español con prólogo del físico argentino Juan Maldacena).

Otro eminente físico, Pascual Jordan, estimaba que si tomamos el tiempo que demoraría la luz (a 300.000 km por segundo) en atravesar el diámetro de un núcleo de helio y que llamamos t , tiempo infinitamente pequeño, y lo multiplicamos por 10 a una potencia de 40 (que es la relación entre la fuerza eléctrica y la de la gravedad en el átomo), tendríamos alrededor de 10.000 millones de años, casi el tiempo que habría ocurrido desde el big bang (13.700 millones de años según los últimos estudios). De Jordan se puede leer su libro "El hombre de ciencia ante el problema religioso" (ediciones Guadarrama).

Los cambios de precios llevarían muchísimo más tiempo que t , por lo que si multiplicamos $t \times 3$ a una potencia de 100 millones, ni la más poderosa de las computadoras cuánticas trabajando desde el big bang, hace 13.700 millones de años, podría procesar el mundo de los precios relativos.

¿Podemos imaginar que un ser humano, centro de planificación o ministerio puede procesar ese mundo de precios relativos?

La moneda

Veamos la otra cara de los precios, la moneda. Según dice el libro del Levítico: "Toda medición la harás de acuerdo al ciclo de plata que está depositado en el Santuario". Para los judíos del siglo V antes de Cristo, cuando se escribió dicho libro, la moneda tenía un carácter sagrado y es por ese motivo que se depositaba en ese lugar sagrado.

Hagamos una comparación. El telescopio de Monte Palomar, (California) fue el más potente de los espejos reflectores existentes en el mundo desde 1948 hasta 1985. Podía fotografiar la luz de una vela a 25.000 kilómetros de distancia. Eso lo lograba por la calidad del pulido del espejo. Una pequeña falla y no hubiese servido.

Lo mismo pasa con la moneda. Si no es estable y está afectada por la inflación, los precios relativos también se distorsionan y a esto sigue la distorsión de la estructura productiva, el ciclo de los negocios, la crisis y el desempleo.

La ley de Oresmes-Gresham

Cuando se creó el sistema de convertibilidad, en abril de 1991, tratamos de interpretar lo que podía ser el futuro del mismo en base a la conocida ley de Oresmes-Gresham (OG).

Toda ciencia aspira a tener sus leyes. Así por ejemplo, la astronomía recuerda las leyes de Kepler, la física la de la gravitación de Newton, las del electromagnetismo de Maxwell y las de la relatividad especial y general de Einstein. Si una disciplina de estudio no tuviese sus leyes, lo que indica una cierta regularidad en el comportamiento, ya sea de la materia, o del hombre, no cabría llamarla ciencia. La economía, como saber científico, también tiene sus leyes. Probablemente, la más conocida es la de oferta y demanda, aunque existen autores que suponen que ésta es una derivación de la ley de utilidad marginal decreciente.

En materia monetaria también se han desarrollado algunas teorías, como por ejemplo la llamada teoría cuantitativa del dinero u otras generalizaciones macroeconómicas sobre las cuales ha habido grandes divergencias como por ejemplo la





función consumo keynesiana. Entre las que se mencionan como leyes de la economía figura la llamada "Ley de Gresham". En realidad, tendría que llamarse ley de Oresmes, ya que ha sido este obispo del siglo XIV quien la desarrolló por primera vez. A posteriori, en el siglo XVI, el Lord tesorero de la emperatriz Isabel, le dio el nombre por el que se la conoce.

¿Qué dice esta ley? "Que la moneda mala expulsa del mercado a la buena" .

Esto ha ocurrido en repetidas oportunidades en la historia de la humanidad, especialmente cuando subsistieron dos signos monetarios, como el oro y la plata (en el llamado bimetalismo). Modernamente, se ha demostrado que también ocurre con otros bienes, concretamente con la sangre humana, teniendo en cuenta la que fluye a los bancos de sangre.

En realidad, la ley de OG deriva de la ley de oferta y demanda y es una aplicación simultánea de un precio máximo y un precio mínimo. Es sabido que cuando se aplica un precio máximo a un determinado bien, por debajo del precio de equilibrio, la demanda supera a la oferta y se produce en el mercado un faltante del bien. Un precio mínimo se fija por arriba del punto de equilibrio, para que el precio no caiga, y su efecto es el opuesto al precio máximo. La oferta del bien supera a la demanda y hay un sobrante, el que tiene que ser almacenado por el gobierno o destruido. Este es el frecuente resultado de las políticas agrícolas de los gobiernos, especialmente de la Unión Europea.

Como dijimos más arriba, la ley de OG es la aplicación simultánea de un precio máximo y un precio mínimo y eso ha ocurrido cuando se ha fijado una relación cambiaria fija entre dos monedas, por ejemplo el oro y la plata. En épocas del bimetalismo ligado fue frecuente fijar por los gobiernos una relación cambiaria entre 15 unidades de plata y 1 unidad de oro. El descubrimiento inesperado de minas de oro (por ejemplo, hacia 1850 en California o 1890 -nuevos procedimientos para tratar el oro sudafricano-) tendría que haber llevado a una relación menor, supongamos 14 unidades de plata por 1 unidad de oro, pero se mantenía oficialmente la relación anterior. El público, que advertía el hecho, guardaba la plata que se subvaluaba (la moneda buena en este caso) y se desprendía del oro que se sobrevaluaba (la moneda mala). La plata desaparecía, pues se le fijaba un precio máximo, y el oro abundaba, pues se le fijaba un precio mínimo.

A raíz del debate por la creación de una moneda europea común, la ley de OG ha estado presente en el orden del día de los economistas. Y ahora que se piensa en el lanzamiento en nuestro país de una tercera moneda, es bueno recordarlo ya que su trascendencia es significativa.

La ley de Oresmes-Gresham y la competencia de monedas

En 1976 Friedrich Hayek publicó su obra "La desnacionalización del dinero" . En la misma presenta un modelo de competencia de monedas. Según este autor, el monopolio estatal de la emisión monetaria es el causante de la inflación que ha vivido el mundo durante gran parte de su larga historia. ¿Cómo se podría detener la inflación? Habría que eliminar el llamado curso legal de la moneda estatal y dejar que los privados emitieran sus signos monetarios.

¿Qué respaldo debería tener esa emisión? Ninguno. Sólo la confianza en la competencia. Así por ejemplo, sostiene que si él estuviera al frente de algún banco suizo "anunciaría la emisión de certificados o billetes sin interés y mi disposición para abrir cuentas corrientes a nombre de clientes en términos de una unidad con un nombre comercial registrado, por ejemplo, 'ducados'. La única obligación legal que yo asumiría sería la de convertir estos billetes en depósitos a la vista, a opción del tenedor, por 5 francos suizos, o 5 marcos alemanes, o 2 dólares por 'ducado'. Este valor de conversión sería solamente un mínimo por debajo del cual no podría descender el valor de mi unidad, ya que al





mismo tiempo anunciaría mi intención de regular la cantidad de 'ducados' para mantener su poder adquisitivo (en términos de una cesta de bienes perfectamente definida) lo más constante posible;

Hayek creía que esa cesta debía estar compuesta de una serie amplia de las commodities más importantes, como el aluminio, el cacao, el trigo, el cobre, etc., las que serían ponderadas por sus cantidades y valores. El ducado sería una fracción del valor total de la cesta. La cotización diaria del ducado sería controlada por el emisor teniendo en cuenta el valor de dicha fracción de la cesta en otras monedas. Si por ejemplo, el valor de la cesta en ducados tiene que ser de 1000 y se ubica en 1002, estamos ante una señal de que hay que restringir su emisión. Lo contrario pasaría si el valor se ubica en 997: en este caso habría que aumentar la emisión.

¿Qué moneda demandarían la gente y las empresas? Podrían ser varias, pero finalmente se impondría la moneda más estable que asegure la contabilidad de las grandes empresas multinacionales que actúan en diversas regiones o países.

Un interesante aspecto teórico analizado en la obra es lo que Hayek llama "la confusión sobre la ley de Gresham". Según él, "la moneda mala expulsa del mercado a la buena cuando existen tipos de cambio fijos". Si los tipos son libres no tiene por qué ocurrir esto sino que, más bien, sería la moneda buena la que expulsaría del mercado a la mala, como pasa con cualquier artículo.

El economista argentino Julio H. Olivera dice que el pensamiento de Hayek se puede resumir en estas dos proposiciones: a) 'La ley de Gresham sólo se aplica a diferentes clases de dinero entre las cuales se establece por ley un tipo de cambio fijo'. b) 'Con tipos de cambio variables el dinero de calidad inferior será evaluado a una tasa más baja y, particularmente si se prevé una ulterior pérdida de valor, la gente tratará de desprenderse de él tan rápidamente como sea posible'.

Sigue diciendo Olivera que esta interpretación de Hayek de la ley de Gresham es errónea: "siempre que existen dos clases de dinero que pueden sustituirse mutuamente como medios de cambio, cada agente económico puede efectuar sus operaciones mediante uno u otro o utilizar ambos en cualquier proporción que estime adecuada. Las proposiciones a) y b) implican ambas lo que técnicamente se conoce como soluciones de esquina o soluciones de ángulo (corner solutions), pues tanto en la primera como en la segunda la elección consiste en optar por una clase de dinero con total exclusión de la otra: la coexistencia de los dos instrumentos monetarios resulta imposible, ya sea que se verifique la proposición a) o la proposición b)";

Partiendo de la suposición de que Hayek recurre a una solución de esquina, Olivera dice que este esquema lleva a curvas de indiferencia cóncavas con respecto al origen y que "esto contradice la teoría general de la utilidad, incluyendo la teoría de la utilidad de la propia escuela austriaca con su principio de la utilidad marginal decreciente". También sostiene Olivera que "no hay ninguna razón específicamente monetaria... que implique o permita justificar una hipótesis de concavidad estricta para las líneas de indiferencia entre distintas especies de dinero. Al contrario, el mercado del dinero incluye un número mayor de agentes que el de cualquier otro bien y, por lo tanto, de acuerdo con la teoría económica contemporánea, mayor es la probabilidad de que en él las preferencias del agente económico representativo sean convexas". En palabras más sencillas, la propuesta de Hayek contradice, según Olivera, los postulados de su propia escuela.

Sin embargo, algunos autores han mostrado que la concavidad de las curvas de indiferencia no se opone a la utilidad marginal decreciente. Esto depende de la sustituibilidad de los bienes, y en este caso estamos hablando de "monedas competitivas". Pueden imaginarse casos de bienes sustitutivos, aunque satisfaciendo el principio de





utilidad marginal decreciente, que dan curvas de utilidad cóncavas hacia el origen. De todas maneras no creemos que Olivera esté en lo cierto dado que la propuesta de Hayek no es dicotómica: o moneda buena o moneda mala, sino que él habla de monedas competitivas-

¿Cuál es la ventaja de usar una u otra moneda? Esta es una cuestión muy importante. Para Hayek " esta es una cuestión sobre la que poseo poco conocimiento empírico...Pienso, sin embargo que, al final, quienes eligieran un circulante estable serían los que tendrían mayor éxito ". Desde esta perspectiva, que nada tiene que ver con dicotomías, si una moneda pierde valor continuamente y no hay un cambio en la política de su oferente monetario, no hay manera para que sea demandada por el público y las empresas.

Si aceptamos la premisa de Hayek de que la moneda estable sería la que tendría mayor éxito, no podría ocurrir que el público demandase aquella moneda que se deprecia dado que estaría demandando algo que pierde valor. De ahí que creemos que su emisor, buscando competir, va a restringir la emisión y esto va a llevar a su apreciación. Las monedas no tienen que desaparecer. La competencia exige dos o más emisores que compitan y más en la concepción hayekiana que habla de una "competencia creadora". En resumen y en defensa de la postura hayekiana, expresamos que nada en su obra hace pensar en una postura de "blanco o negro" y en curvas de indiferencia cóncavas o soluciones de esquina. A pesar de que normalmente este tipo de curvas invalida la teoría de la utilidad marginal decreciente, eso no ocurre cuando estamos en presencia de bienes competitivos, que es lo que precisamente analiza Hayek.

Una tercera moneda

Haremos ahora un comentario sobre la reciente creación del Cedin y si constituye o no una tercera moneda.

Ya en el 2002 se habían realizado algunas propuestas en este sentido. Recordemos que en ese año, las distintas provincias (no Santa Fe ni San Luis) habían emitido distintas monedas sustitutas.

Ahora trataremos de interpretar que podría pasar con la propuesta hecha por el gobierno de crear el Cedin que en nuestra interpretación va a actuar como una tercera moneda.

Este sistema recuerda la convertibilidad, dado que los Cedin se crean entregando dólares. Estos dólares provendrían del circuito negro. Habrá que ver en el futuro si comienzan a depositarse en el sistema financiero y de esta manera se crea dinero secundario.

Ante esta propuesta cabe preguntarse como será la relación futura entre los Cedin y el peso moneda nacional.

El gobierno nacional, buscando reanimar el mercado de la construcción, ha creado el llamado Cedin. Algunos analistas estimaron una entrada de dólares, que se convertirían en Cedin, de alrededor u\$s 4.000 millones. De utilizarse en el futuro como depósitos en el sistema financiero y ser los encajes bancarios parciales darían lugar a la generación de dinero secundario.

Si la emisión de pesos se mantuviese estable, el Cedin podría depreciarse con respecto al peso y habría que estudiar cual va a ser la relación con esta moneda.





De depreciarse el Cedín, se impondría la ley de Hayek donde la moneda buena (dólares o pesos) lo sacarían de circulación. Esta depreciación sería aún más rápida si se pudiera depositar y otorgar créditos con ellos ya que con encaje parcial en los bancos daría lugar a la multiplicación del dinero secundario. Creemos que si el Cedín se deprecia rápidamente lo más probable es que la gente no lo demande y desaparezca de la circulación. Por otra parte, una rápida depreciación de la tercera moneda sería contraproducente y al producir inflación no generaría una reactivación de la economía sino todo lo contrario. Es por eso que creemos que de crearse esta tercer moneda debería ser en una suma fija, con posibilidad de depositarse y por lo tanto de extraer con cheque, pero con encajes del 100 %, es decir que no podría generarse creación secundaria del dinero. Hay que tener en cuenta que la inflación no reactiva la economía como algunos incautos suponen. Lo que puede reactivar es una mayor liquidez de moneda estable, pero en todas las inflaciones se produce una "desmonetización" de la economía. Lo paradójico es que a mayor cantidad de moneda nominal menor cantidad de moneda real.

