

Revista

de

Ciencias Económicas

PUBLICACION MENSUAL, DE LA
 Facultad de Ciencias Económicas, Centro de Estudiantes
 y Colegio de Egresados.

La Dirección no se responsabiliza de las afirmaciones, los juicios y las doctrinas que aparezcan en esta Revista, en trabajos suscriptos por sus redactores o colaboradores.

DIRECTORES:

| | | |
|------------------------------|--------------------------------|------------------------------|
| Raúl Prebisch | Dr. Alfredo L. Palacios | Cecilio del Valle |
| Por el Centro de Estudiantes | Por la Facultad | Por el Centro de Estudiantes |

REDACTORES:

| | | |
|---------------------------------|--------------------------------|------------------------------|
| José González Galé | Dr. Vicente Fidel López | Roberto E. Garzoni |
| Dr. Francisco M. Alvarez | Dr. Hugo Broggi | Benjamín Harriague |
| Por los Egresados | Por la Facultad | Por el Centro de Estudiantes |

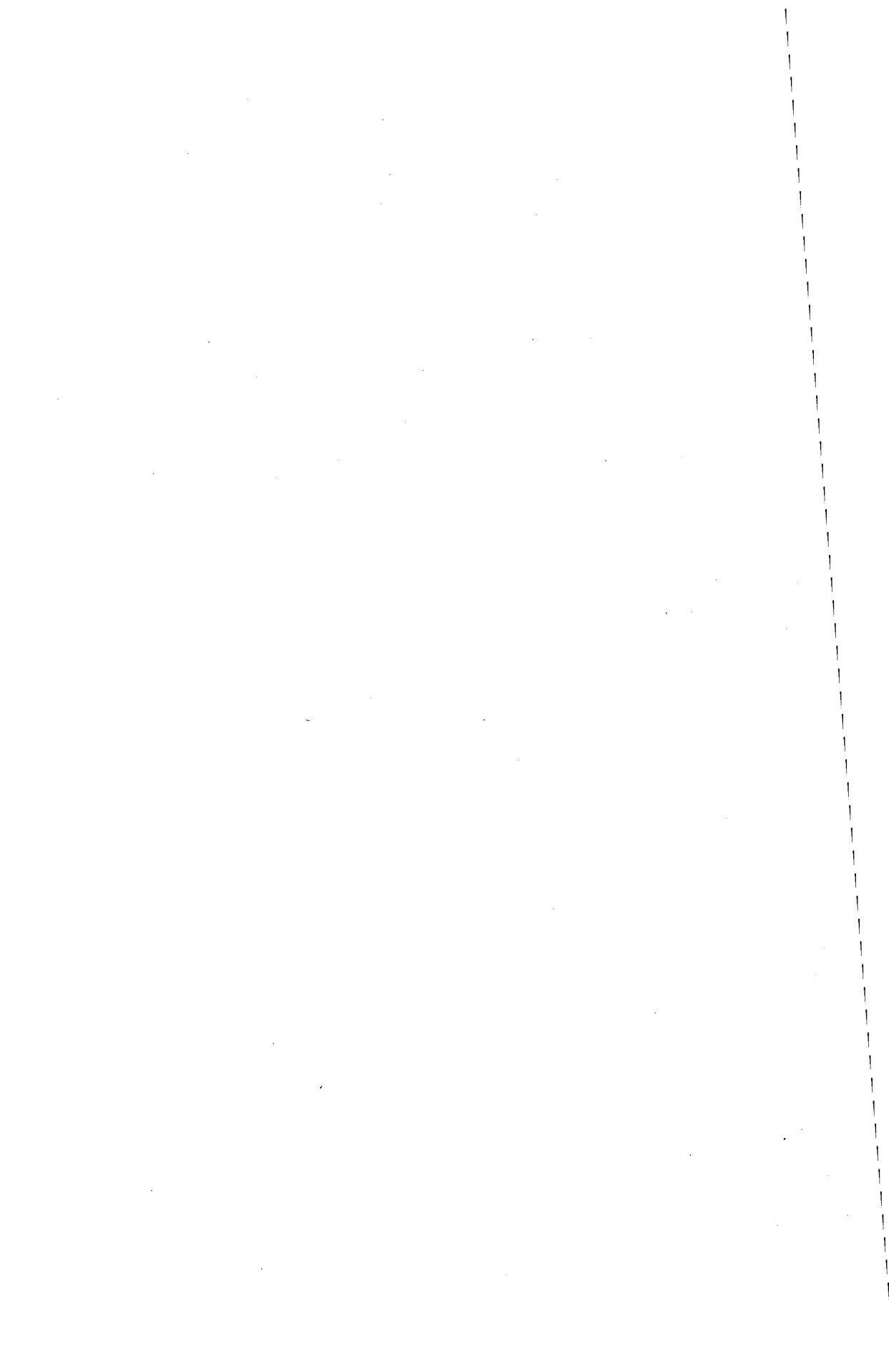
ADMINISTRADOR: **Bernardo J. Matta**

Año X

Mayo - Junio de 1922

Serie II. N^{os.} 10-11

DIRECCIÓN Y ADMINISTRACIÓN
CHARCAS 1835
 BUENOS AIRES



1.2.11
[Handwritten signature]

Inflación y Desinflación Monetaria (1)

Economista de nota en su país y en Europa, el profesor Edwin Walter Kemmerer, también era conocido en el núcleo reducido de nuestros estudiosos. Sus obras sobre la moneda y el crédito son serias contribuciones a la teoría del circulante; lo que no ha impedido que el profesor de *Princeton University*, uniese su actividad académica al estudio y solución de los problemas inmediatos. Es que sólo la rutina o ignorancia levantan una valla entre la teoría y la práctica, siendo que sólo la observación experimental de la primera, suministra los materiales indispensables para remontarse, por vía de generalizaciones, a la teoría científica.

En su primera obra, de tesis, *Money and Credit Instruments in their Relation to General Prices*, Kemmerer ajusta la teoría cuantitativa de la moneda, de los economistas clásicos, a las nuevas condiciones de la realidad presente que estudia a través de estadísticas del circulante y los precios y de otros datos de hecho. En *The A. B. C. of the Federal Reserve System*, analiza la última reforma bancaria de los Estados Unidos, tema de que se ocupó en la segunda de las conferencias que diera en nuestra Facultad, y que publicaremos en el número siguiente.

Y por último, para no citar sino sus trabajos más importantes, en *High Prices and Deflation* contempla ampliamente el mismo objeto que motivara su primera conferencia, reproducida a continuación.

(N. DE LA D.).

Señor Decano, miembros de la Facultad de Ciencias Económicas, estudiantes y amigos: Después de agradecer cordialmente la amable presentación que ha hecho el señor Decano, debo manifestar que es para mí motivo de especial satisfacción traer hasta la facultad y alumnos de ésta, la primera Escuela de Ciencias Económicas en este gran continente, los saludos calurosos de mis colegas en los Estados Unidos. Durante los tres meses de mi estada en la América del Sud he recibido impresiones favorables de muchas cosas, pero ninguna impresión ha dejado tan profunda huella en

(1) Conferencia pronunciada en la Facultad el — de Mayo de 1922.

mi espíritu como las estupendas fuentes de riquezas naturales que se halla en la Argentina a la espera de su desarrollo. A pesar de que tienen ustedes sobrada razón para sentirse orgullosos del progreso económico de este gran país durante el siglo presente, a mi juicio ese progreso ha sido muy pequeño comparado con el progreso que el país ha de experimentar en los años venideros. Vuestro progreso económico será incomparablemente más grande todavía.

Países como la Argentina, con recursos económicos de gran importancia, tendrán siempre que resolver problemas económicos que exigen para su solución científica la cooperación de economistas de primera magnitud. La labor de esta escuela en el presente, garantiza el hecho de que la ciencia económica en la República se hallará siempre a la altura de las necesidades del país.

Permítaseme ahora pasar al tema de esta conferencia que trata especialmente de las causas y efectos o resultados de la inflación y desinflación monetaria y económica con referencia especialmente a los acontecimientos de fecha más o menos reciente.

En ninguna otra época de la historia del mundo, ni aun durante el período de las guerras napoleónicas, se ha presenciado un proceso de inflación de la moneda tan extenso en su alcance y tan grave en sus consecuencias económicas, como aquel que pudo observarse durante la gran guerra, es decir, desde 1914 hasta 1919. Cuando los alemanes empezaban su penetración en Bélgica en agosto de 1914, la mayor parte de los países adelantados habían ya adoptado el patrón de oro; el metal circulaba activamente y el oro amonedado se movilizaba casi sin obstrucciones en las operaciones del comercio internacional.

El papel moneda y el oro amonedado se hallaban a la par entre sí porque eran convertibles el uno en el otro a opción del tenedor. Del mismo modo el oro amonedado y el oro en barra se hallaban a la par entre sí porque aun considerando el pequeño derecho de acuñación, cualquiera podía llevar oro en barra a las casas de Moneda y retirar en oro amonedado prácticamente el valor total de las barras depositadas; asimismo, la fundición de las monedas de oro las convertiría en oro en barra de un valor prácticamente igual. Esto es en pocas palabras la base de lo que se conoce con el nombre de patrón de oro.

En cada uno de los países más adelantados del mundo el oro tenía aproximadamente el mismo poder adquisitivo con respec-

to a los productos más importantes del comercio internacional debido a la facilidad de su movilización de país a país y el escaso precio de su transporte. Por ejemplo cuando el valor del oro amonedado con relación a su poder adquisitivo sobre los artículos en general fué mayor en Buenos Aires que en Nueva York en un margen que significaba suficiente utilidad para pagar los gastos de embarque y dejar una ganancia en el negocio, el oro se importó; y viceversa, cuando el oro tuvo mayor valor en Nueva York que en Buenos Aires en un margen suficiente para pagar los gastos de embarque dejando una utilidad en la operación. El oro como el trigo y la lana tiene la tendencia de afluir a los mercados más caros, y en esta forma el equilibrio mundial del oro se mantiene.

Esta situación prevalecía en los países más importantes de Europa, América, Australia y en muchos países de Asia y África. Los precios en todos estos países expresaban el valor de la mercadería con relación al valor del oro y eran por consiguiente comparables unos con otros porque ellos podían reducirse a este denominador común y mundial que se llama oro.

La guerra produjo un cambio radical en esta situación. Todos los países más importantes del mundo, con muy raras excepciones están, de hecho, sino en derecho sobre la base del papel moneda. Prueba de ello es la inconvertibilidad del papel moneda en esos países, la existencia del premio del oro amonedado o en barra con relación al papel moneda y la prevalencia de tipos de cambio que están muy por debajo de los tipos en que conviene exportar oro, en países como los Estados Unidos y Suiza, que continúan sobre la base del patrón de oro y que no imponen mayores restricciones a la exportación del metal.

Esta crisis del patrón de oro acompañada de la depreciación mundial de la moneda ha sido motivada principalmente por la inflación que ha tenido lugar durante y después de la guerra.

El valor del dinero — valor expresado con relación al poder adquisitivo de la moneda, con respecto a las mercaderías en general — así como el valor de todo producto económico es la resultante de la acción recíproca de las fuerzas de la oferta y de la demanda, en su relación a la moneda y sus substitutos. La demanda de dinero consiste en la cantidad de mercaderías en general, (servicios, títulos, etc., que se hallan en el mercado para ser comprados y vendidos; y la oferta (o existencias) consiste en la cantidad de dinero o de substitutos utilizables para los propósitos de intercambio. Si la existencia del elemento de inter-

cambio aumenta con mayor rapidez que la demanda — teniendo en cuenta las variaciones en la rapidez de las transacciones monetarias y de depósito — el valor de la unidad monetaria ya sea en el peso, el dólar o el franco disminuye; en otras palabras, el nivel de los precios aumenta, ya que se necesita un mayor número de pesos, dólares o francos para adquirir la misma cantidad física de mercadería que antes. Existe un núcleo de personas convencido de que la gran guerra ha traído el desconcierto de la llamada ley de la Oferta y la Demanda y hay otro grupo de personas que aceptan la ley de la Oferta y la Demanda como el factor determinante de los precios de la mercadería en general pero estima que no interviene en la determinación del valor de la moneda. Ninguno de estos postulados es tomado en serio por el mundo científico, y creemos hallarnos en terreno seguro cuando mantenemos que la ley fundamental que determina el valor de la moneda, como el de cualquier otro artículo o mercadería, continúa siendo la muy conocida Ley de la Oferta y la Demanda, y que no existe fuerza alguna que afecte el valor de la moneda sin afectar ya sea la existencia de moneda o la demanda de la misma o ambas. La historia monetaria del mundo ha probado con creces la teoría de Ricardo que se refiere al dinero. Es decir, que no puede existir la depreciación sino como un producto de la redundancia relativa. El reverso de esta teoría es también exacto, es decir, que no puede haber apreciación sino como resultado de una escasez relativa.

Teniendo presente estos principios, estamos en situación de definir el término inflación. Consideraremos el término desinflación en el sentido opuesto a la palabra inflación.

La inflación ocurre cuando, a un nivel de precios dado, el circulante de un país, ya sea metal acuñado, papel moneda o depósitos bancarios sujetos a cheques, aumenta con relación a las necesidades del comercio, con mayor rapidez que el volumen físico de los negocios que se llevan a cabo.

Bajo el régimen de la inflación puede haber dos clases de depreciaciones, depreciación específica y la depreciación general. La depreciación específica tiene lugar cuando uno o más elementos de intercambio son lanzados al mercado con tal exceso relativo que origina su depreciación con relación al patrón legal. La depreciación del peso papel argentino de su valor par hasta el valor fijado en 44 centavos oro, que le asigna la ley de 1899 es un ejemplo de la depreciación específica. De esta misma naturaleza fué la depreciación de los "Greenbacks" en

los Estados Unidos durante el período de la guerra civil de 1860. Por otra parte la depreciación general ocurre cuando el dinero y los depósitos en efectivo (que circulan en forma de cheques) o ambos, aumentan en tal forma que producen la depreciación con referencia al patrón legal de la unidad monetaria misma. Un ejemplo de depreciación general puede verse en todos los países que contaban con patrón de oro, durante los años 1896 a 1913, en cuyo período el gran aumento en la producción mundial de oro, debido especialmente a las grandes extracciones del noble metal en las minas de Sud Africa produjo un aumento en la existencia de oro en el mundo que sobrepasaba la demanda del mismo, produciendo como consecuencia la depreciación del oro. Es esta la razón principal del aumento mundial de los precios al por mayor en oro, cuyo aumento alcanza al 40 % desde 1906 a 1913, o sea una disminución en el poder adquisitivo del oro de un 29 % durante el mismo período.

Desde los comienzos de la gran guerra, en agosto de 1914, hasta hace más o menos dos años, el mundo ha experimentado en su grado máximo ambos tipos de depreciación. Consideremos primero la depreciación específica y luego la general.

La guerra se produjo de una manera repentina e inesperada. Desde sus comienzos fué considerada por los beligerantes como una lucha de vida o muerte por la existencia nacional. Ejércitos enormes fueron organizados y lanzados al campo de operaciones sin pérdida de tiempo, y los gobiernos se vieron en la necesidad de proveer estos ejércitos con municiones, alimentos y vestido. Fué necesario construir ferrocarriles militares en grande escala, construir barcos e importar pertrechos de guerra de todas clases. Para pagar estos materiales los gobiernos beligerantes necesitaron dinero inmediatamente y en enormes cantidades.

La reorganización del mecanismo de los impuestos hubiera tomado demasiado tiempo para producir entradas extraordinarias. Además, durante un período de convulsión económica no es fácil que los pueblos se hallen en situación o con voluntad de cargar con nuevas gabelas. El comercio se desorganiza y una enorme proporción de la población masculina es enviada al frente de combate. Es necesario disponer de dinero y el recurso más fácil para obtenerlo es la emisión de grandes cantidades de papel moneda y la expansión de los préstamos y depósitos bancarios. El volumen material de los ne-

gocios no aumenta mayormente en estos momentos de crisis. El poder productivo de una nación se transforma de la noche a la mañana en poder destructivo. Las energías económicas de las naciones se transforman de productores de mercaderías de paz a la de municiones de guerra. El cañón ha adquirido su preferencia sobre la pala. Las existencias de dinero aumentan por consiguiente con mayor rapidez que el volumen material o físico de los negocios y los precios se elevan. En otras palabras, el dinero se pone cada vez más barato. Su poder adquisitivo dentro de la nación disminuye y busca por consiguiente su mejor mercado en el extranjero. El papel moneda no puede exportarse con facilidad y por consiguiente el oro sale. El público además pierde su confianza en el fiduciario y acumula oro. Muy pronto puede observarse que el uso excesivo de las emisiones de papel moneda acompañada por la disminución de la confianza y la reacción natural del comercio, obligan al oro a retirarse de la circulación.

La redención del papel moneda se paraliza y los gobiernos beligerantes bajo la presión de las demandas urgentes de la guerra obligan a las imprentas a una producción siempre creciente de moneda en papel. Cuando los billetes aumentan, se necesitan mayores sumas de dinero para adquirir la misma cantidad de artículos o mercaderías, de modo que a pesar de la enorme existencia de dinero que se inyecta a la circulación, éste siempre parece escaso. Esta escasez *aparente* del dinero se explica por el hecho de que el aumento de los precios en papel moneda produce el efecto de una prosperidad ficticia.

Otra forma de inflación que se ha producido en algunos países, especialmente en Inglaterra y en los Estados Unidos, ha sido la inflación de los depósitos bancarios que circulan en el mercado en la forma de cheques. En los Estados Unidos, por ejemplo, el gobierno ha vendido sus bonos para obtener fondos con que responder a los gastos de la guerra, y el público a su vez ha obtenido los medios con que pagar estos bonos y dando como garantía los bonos adquiridos. Los bancos a su vez obtenían préstamos de dinero de los bancos de la Reserva Federal, redescontando las obligaciones de sus clientes, que se hallaban cubiertas por esos bonos.

La importancia de esta depreciación específica originada por la inflación del papel moneda y de los depósitos bancarios, puede observarse en las siguientes cifras referentes a los países europeos que participaron en la gran guerra. Esas cifras se

han calculado sobre la base de los tipos de cambio sobre Nueva York, después del 6 de junio de 1919, fecha en que los Estados Unidos levantaron el embargo sobre la exportación de oro y se convirtieron de este modo en un mercado de oro prácticamente libre y sin restricciones. Los números que damos en seguida han sido compilados por la Junta de Reserva Federal de los Estados Unidos y llevan la fecha de marzo de 1922.

| País | Unidad Monetaria | Porcentaje en oro a la par |
|---------------------|----------------------|----------------------------|
| (1) Austria..... | (Corona) | 6.07 |
| (2) Bélgica..... | (Francos) | 43.7 |
| (3) Francia..... | (Francos) | 46.6 |
| (4) Alemania..... | (Marcos) | 1.5 |
| (5) Inglaterra..... | (Libra) | 89.9 |
| (6) Grecia..... | (Dracma) | 23.0 |
| (7) Hungría..... | (Coronas) | 0.6 |
| (8) Italia..... | (Lira) | 26.4 |
| (9) Polonia..... | (Marco Polaco) | 0.1 |

Esos guarismos indican la depreciación del papel moneda en esos países con relación al valor de sus unidades monetarias en oro en el mercado libre de metálico, y de acuerdo con los tipos de cambios corrientes sobre Nueva York. La corona de Austria, por ejemplo, necesitaría aumentar su valor 1.400 veces para alcanzar su paridad en oro, el marco alemán 67 veces, el franco belga y francés 2.1|4 veces, la libra inglesa alrededor del 11 % y la lira italiana 4 veces.

Las cifras mencionadas se refieren a la depreciación específica solamente, es decir, a la depreciación del papel moneda de esos países en relación al oro en los mercados libres de oro en el mundo. Pero el oro en sí mismo ha sufrido una gran depreciación desde los comienzos de la guerra en 1914 hasta mediados del año 1920. En otras palabras, ha habido una depreciación general en todos los países, a base de patrón de oro, hasta hace más o menos dos años, cuando un cambio en la situación ha podido observarse y el oro ha comenzado a valorizarse. La importancia de la depreciación en el valor del oro, desde el año 1913 a junio de 1920, puede avaluarse en sus rasgos generales teniendo en cuenta el hecho de que una onza de oro fino (o su equivalente de 20.67 dólares en oro amonedado americano) podía adquirir en el mercado mayorista de los Estados Unidos sólo un 37 % en junio de 1920 de lo que

podía adquirir en el año 1913. En otra forma, podríamos decir que si el dólar oro de los Estados Unidos fuese considerado como un dólar de 100 %, teniendo en cuenta su poder adquisitivo sobre toda clase de mercaderías al por mayor, durante el año 1913, el dólar oro de 1920 sería sólo un dólar de 37 %.

Desde los comienzos del proceso de desinflación, a mediados del año 1920, los precios en relación al oro han disminuído decididamente, de modo que el valor de una onza de oro en sólo de aproximadamente $\frac{2}{3}$ de lo que era en 1913. Debe observarse, sin embargo, como punto de capital importancia, que desde el año 1913 ha tenido lugar una *doble* depreciación. La mayor parte de las naciones del mundo civilizado han adoptado el papel moneda y éste se ha depreciado con relación al oro; pero el oro en sí mismo también ha sufrido una depreciación con relación a las mercaderías en general, de modo que hoy por hoy el poder adquisitivo del oro con referencia a las mercaderías en general es sólo aproximadamente $\frac{2}{3}$ de lo que era antes de la guerra.

Con anterioridad al conflicto mundial el oro ha sufrido una depreciación paulatina de poco más del 2 % al año, durante un período de 16 años, debido principalmente a la gran producción de Sud Africa. La producción mundial del oro ha continuado en gran escala hasta 1918, fecha en que comenzó a declinar considerablemente. La enorme producción de oro durante los primeros años de la guerra constituyó uno de los factores de la desvalorización del mismo, pero indudablemente el factor más importante se debe a las enormes economías que se hizo en su uso sustituyéndolo por papel moneda, como elemento de intercambio, y a las grandes reducciones en los porcentajes de la reserva de oro mantenida por los más importantes países del mundo. Durante la guerra, el oro casi desapareció de la circulación en casi todas las naciones de alguna importancia. El papel moneda y los cheques le reemplazaron. Uno de los usos importantes del oro, el de elemento de intercambio, fué de este modo abandonado y como resultante de esta disminución en la demanda del oro se produjo la depreciación en el valor del metal. En los Estados Unidos, que poseen actualmente el porcentaje más alto de las existencias de oro en el mundo, se consiguió una economía considerable en el uso del oro, con el establecimiento del sistema de la Reserva Federal. Las reservas de oro que con anterioridad a la ins-

tauración de ese sistema se hallaban distribuídas en miles de bancos en todo el país, fueron centralizadas en unos pocos bancos de la Reserva Federal, aumentando así enormemente su eficacia. La ley de la Reserva Federal autorizó la reducción de las reservas legales de antes de la guerra en cerca de un 80 %, y el papel moneda o billetes de la misma Reserva Federal con una garantía del 40 % en oro, fueron lanzados a la circulación en enormes cantidades, reemplazando así los muchos certificados en oro que tenían una reserva de 100 % del metal. Economías en el uso del oro de una naturaleza semejante, fueron llevadas a cabo por medio de modificaciones en los sistemas bancarios de otros países, pero en ninguno de éstos han tenido la amplitud que puede observarse en los Estados Unidos.

La depreciación específica del papel moneda, con relación a la unidad legal de valor en oro, en la mayoría de los países, y la depreciación general del oro en sí mismo, se han puesto en evidencia en el alza considerable de los precios que han prevalecido por algún tiempo en los países a base de papel moneda. Unos pocos ejemplos bastan para probar esta aseveración. Si consideramos el nivel de los precios en el año 1913 como 100 y basamos nuestras cifras en los índices de precios más importante al por mayor, llegamos a los siguientes guarismos de fecha reciente:

| Países | Índice |
|--------------------|--------|
| Gran Bretaña | 167 |
| Francia | 306 |
| Alemania | 4713 |
| Italia | 562 |
| Bulgaria | 2095 |

Los aumentos en los precios de países tales como Austria y Rusia han sido naturalmente mucho mayores de las cifras ya mencionadas.

Los resultados económicos y sociales de un proceso de inflación como el de que hablamos, son bien importantes y de capitales consecuencias. Ellos pueden considerarse bajo dos aspectos generales: I. Aquellos resultados que se refieren a las relaciones contractuales entre el deudor y el acreedor. II. Aquellos resultados que se refieren a los diversos grados de influencia de las fuerzas de inflación sobre los precios de los artículos o mercaderías y servicios en general.

Las deudas de cualquier clase que sean se expresan y son pagaderas en la unidad monetaria del país, ya sea el peso, el

dólar, el franco o el marco. Si esa unidad se desvaloriza, el deudor se beneficia y el acreedor se perjudica; y por el contrario si ella se valoriza, el deudor se perjudica y el acreedor se beneficia. Desde este punto de vista imaginaos lo que significa la enorme depreciación del fiduciario, durante el período que comienza en 1913, con respecto a la distribución de la riqueza mundial. Billones de pesos, medidos en razón de su valor adquisitivo, en contratos llevados a cabo han sido reducidos a una pequeña fracción de las cantidades originales. Lo antedicho se refiere también, con pequeñas modificaciones, a todos los bonos y debentures que se hallaban pendientes en 1913 y que aún no habían vencido; se refiere también de un modo semejante a las hipotecas sobre propiedades, a los ahorros acumulados en 1913 y que aún se hallan depositados, al valor efectivo en 1913 de billones de pesos en pólizas de seguro y a miles de millones de pesos en pensiones y anualidades..

Lo anterior no constituye fundamentalmente una destrucción de valores sino una transferencia de los mismos. La inflación no ha destruido en forma directa la propiedad, pero ha arrebatado la propiedad de algunos para darla a otros. En general, ha arrebatado la propiedad del acreedor y la ha entregado al deudor. Para mencionar un caso específico, ha tomado la propiedad de los tenedores de bonos para darla a los tenedores de acciones. Ha tomado la propiedad del hipotecante para darla al hipotecario. Ha tomado propiedad del depositante de ahorros y la ha dado al prestatario de las cajas de ahorros. Debe agregarse que de la parte tomada del acreedor para darla al deudor, en este período de trastorno, en las relaciones entre el deudor y el acreedor, una buena parte ha sido tomada por los gobiernos en forma de impuestos de guerra.

Volviendo ahora a los

II. Diversos grados de influencia de las fuerzas de inflación sobre los precios

Los economistas han reconocido desde tiempo inmemorial que en general en los marcados movimientos de alza en el nivel de los precios, los precios el por mayor tomados en conjunto, suben o bajan con mayor rapidez y van más allá que los precios al detalle y que los precios al detalle tomados en conjunto normalmente experimentan cambios más rápidos y de mayor alcance que los salarios. Las variaciones experimentadas por

los precios y los salarios durante los últimos ocho años ampliamente apoyan esta conclusión.

Los precios de las diversas clases de mercadería han respondido en forma desigual a la inflación, lo mismo que los salarios de los diversos gremios. En los Estados Unidos, por ejemplo, allá en el año 1920, los salarios de algunos gremios se habían triplicado, otros duplicado, pero otros habían aumentado apenas un 50 %, comparados con los de 1913. La persona que veía aumentar al doble el costo de la vida mientras que su salario aumentaba sólo 50 %, experimentaba una disminución efectiva en su salario de un 25 %.

Una gran parte del malestar ocasionado por las perturbaciones en los cambios extranjeros, se debe al hecho de que los precios de las monedas extranjeras, expresadas en tipos de cambio, responden casi inmediatamente a las fuerzas de inflación, mientras que por otra parte los precios de las mercaderías responden con menos rapidez, y los salarios responden aún más lentamente que los dos elementos ya mencionados. Además, los precios de las diferentes clases de mercaderías y los salarios de los diferentes gremios de obreros, responden en forma muy desigual a las fuerzas de inflación. Tomando como base los tipos de cambios existentes en febrero de 1922 y el poder adquisitivo del oro en los mercados libres de oro del mundo en la misma fecha, el nivel de los precios en Alemania, por ejemplo, debería haber sido 75 veces más elevado de lo que era en 1913. En realidad, sin embargo, sólo era 38 veces más alto y los precios de muchos artículos habían subido mucho menos de lo que indica este promedio. Los precios de algunas mercaderías y los salarios de algunos gremios de obreros no habían subido a más de 10 o 15 veces de lo que eran en 1913. El marco papal alemán tenía por consiguiente un valor anormalmente alto dentro del país y un valor anormalmente bajo en el extranjero. Este estado de cosas ha estimulado la exportación de productos alemanes y ha retardado las importaciones en ese país, proceso que con el tiempo ha de traer el equilibrio entre los tipos de cambio y los precios alemanes.

La inflación alcanzó su cúspide más o menos en junio de 1920. Alrededor de esa fecha la extravagancia y la fiebre de especulación, que no era sino la reacción natural y psicológica de las restricciones y economías del período de la guerra, habían perdido ya su fuerza y la labor de la reconstrucción económica se hallaba bastante avanzada. En todas partes se veía que si

la burbuja de la inflación adquiriría mayores proporciones, vendría la catástrofe. Las fluctuaciones violentas de una moneda depreciada y que se deprecia, pueden ser toleradas durante el período de una lucha de vida o muerte entre los pueblos, pero se convierte en algo intolerable cuando se trata de darle carácter permanente en tiempo de paz. La restitución del patrón de oro a la mayor brevedad constituía el "desideratum" de los pueblos pero los obstáculos que se presentaban para llevar a cabo la tarea eran enormes. Se veía claramente que la existencia de oro en el mundo, *aumentada escasamente desde los comienzos de la guerra, no podía constituir la base adecuada para mantener, dentro del patrón de oro, el excesivo y vacilante edificio del papel moneda y fiduciario de depósito que la guerra había levantado.* Naturalmente, si el patrón de oro iba a ser restablecido, la cantidad de papel moneda y fiduciario de depósito en circulación debería reducirse a un múltiplo conveniente de la existencia mundial de oro monetario. Esto podría llevarse a cabo de dos maneras: 1º reducción del fiduciario y del crédito y 2º desvalorización del fiduciario.

La idea de la reducción del fiduciario y del crédito fué la primera en ponerse en práctica, y esfuerzos de importancia en este sentido se han llevado a cabo en la mayoría de los países durante los últimos dos años. Este proceso de desinflación ha progresado bastante en algunos países como Inglaterra, Francia, Estados Unidos y Japón; pero ha probado ser extremadamente penoso e impopular y en la mayoría de los casos el éxito alcanzado es de menor cuantía. Muchos de estos países continúan con déficits en sus presupuestos y muchos continúan aún imprimiendo papel moneda.

La mejor prueba de la importancia adquirida por el proceso de desinflación se encuentra en el movimiento de los índices de precios al por mayor. Las cifras siguientes que se refieren a algunos de los países que fueron beligerantes, indican los porcentajes de descenso de los precios al por mayor, desde 1920 hasta la fecha más reciente en que han sido publicados durante el año 1922.

| | | | | |
|----------------------|----|-----|--------|-------------|
| Estados Unidos | 39 | por | ciento | disminución |
| Canadá | 31 | » | » | » |
| Inglaterra | 47 | » | » | » |
| Francia | 40 | » | » | » |
| Italia | 10 | » | » | » |
| Japón | 21 | » | » | » |

| | |
|----------------|------------------------|
| Alemania | 270 por ciento aumento |
| Bulgaria | II » » » |

El proceso de desinflación así como el de inflación acarrea muchos males: aumenta el valor de la unidad monetaria que se utiliza en la computación de las deudas y en esa forma agrega una nueva carga a los deudores en beneficio de los acreedores. El estanciero que tiene una hipoteca sobre su propiedad observa que los precios de los productos que tiene para su venta han disminuído, pero esta disminución no afecta en manera alguna a la suma en que tiene hipotecado su predio. Debido al descenso en los precios se le exige que proporcione cantidades siempre crecientes de trigo, lana o cueros para que pueda cubrir el interés de la hipoteca y su amortización.

Aún los gobiernos en un período de desinflación se ven obligados a pagar el interés sobre sus bonos y a redimirlos en pesos, dólares, francos, etc., de un valor siempre creciente y por regla general de un valor mucho mayor que aquel del dinero recibido por el mismo gobierno cuando colocó sus bonos en plaza. Los contribuyentes deben entonces soportar la carga de proveer al gobierno con ese dinero de valor creciente para que haga sus pagos. Naturalmente, esto significa que al público se le imponen cargas de impuestos siempre crecientes con el objeto de hacer frente a los gastos de la deuda pública. Si los impuestos fuesen pagados por el tenedor mismo de los bonos no habría mayor injusticia en el proceso, pero desgraciadamente el tenedor de bonos y el contribuyente son por lo general dos clases distintas. La desinflación y el descenso de los precios restan actividad al comercio y paralizan la industria. Cuando se observa una tendencia definida hacia un período de precios bajos, el consumidor posterga sus compras, el mayorista y el minorista permiten que sus existencias disminuyan y los fabricantes se colocan en un terreno seguro en la operación de sus fábricas y en la adquisición de materia prima. La edificación y otras inversiones de capital de naturaleza semejante son postergadas a la espera de precios más bajos. El mundo comercial se opone a la capitalización de las fuerzas de inflación. La depresión general de los negocios echa a la calle a innumerables obreros y reduce los salarios. Los tipos de interés disminuyen porque en períodos de esta naturaleza los hombres de negocios acumulan su capital en los bancos postergando así su inversión en las actividades comerciales hasta aquel momento en que ellos estiman que los precios han tocado fondo.

La desinflación ha sido un proceso indispensable a todos aquellos países que han creído necesario volver sobre bases sólidas al patrón de oro sin rebajar el valor de la unidad legal en oro, pero los acontecimientos que hemos presenciado en el mundo durante los últimos dos años revelan claramente que este proceso de desinflación es un proceso penoso y muy poco popular.

Sin embargo, a mi juicio este modo de proceder ha sido el único conveniente y juicioso que podía esperarse en países como los Estados Unidos que (con salvedades de poca importancia) ha mantenido el patrón de oro durante la guerra, y por naciones como Inglaterra, Canadá, Australia y Japón, en las cuales la depreciación del papel moneda, en razón del valor de la unidad legal en oro, ha sido relativamente pequeña.

Sin embargo, cuando consideramos países como Alemania, Austria y Bulgaria, en los cuales la depreciación del papel moneda ha sido enorme, no veo otra alternativa sino la desvalorización del fiduciario o sea la disminución de la cantidad de oro en la unidad monetaria legal, o algo semejante, como, por ejemplo, un impuesto considerable al capital. Los males que acarrea la desvalorización monetaria son evidentes, pero los males y la injusticia que resultarían de un programa de contracción del fiduciario que abarcara muchos años en países como Austria y Alemania, que levantara el valor actual de la unidad monetaria en papel, 50 o 100 veces, aumentando en esta forma las cifras de la gran mayoría de las deudas nacionales, ya sean públicas o privadas, sería materialmente intolerable. Semejante proceso constituiría la más grave de las injusticias a las clases deudoras, incluyendo a los gobiernos mismos con sus enormes deudas de guerra pagaderas en papel moneda, y no sería tolerado por ningún pueblo de mediana inteligencia. Cualquier esfuerzo serio que se llevara a cabo para imponer semejante programa, conduciría seguramente a la revolución. Ninguno de los pueblos beligerante de la gran guerra ha desvalorizado aún sus unidades monetarias legales en oro, pero a medida que el proceso de desinflación adelante en alguno de estos países y comience a observarse más claramente sus perniciosas consecuencias, su impopularidad irá en progreso siempre creciente. Se pedirá entonces en forma categórica la pronta restitución del patrón de oro y la estabilización del cambio con la adopción de una nueva unidad de valor en oro que responda aproximadamente al valor en oro de la unidad existente en pa-

peí moneda. A mi juicio este procedimiento traerá como consecuencia la desvalorización monetaria en un sinnúmero de países. El tipo determinado que se adopte para fijar el cambio no es por regla general de la importancia que la prontitud en la fijación del mismo. La desvalorización de la moneda en este caso en países cuyos fiduciarios se hallan ya grandemente depreciados tendrá la mayor ventaja de facilitarles su pronto retorno al patrón de oro.

Para finalizar, séame permitido declarar que las condiciones económicas y financieras del mundo van a paso lento, pero seguro hacia la mejoría. Debemos tener paciencia si el proceso de la reconstrucción económica avanza con lentitud. La destrucción originada por la guerra ha sido enorme y el trabajo de la rehabilitación económica deberá ser lento si es que ha de ser completo y duradero. El mundo económico es un mundo en que rigen leyes naturales rigurosas. La naturaleza exige sus compensaciones pero felizmente también las ofrece. La extravagancia de la guerra puede sólo ser remediada por la economía después de la guerra; la destrucción producida por el conflicto mundial por las construcciones que se llevan a cabo y han de llevarse a cabo en lo futuro; los años de lucha, sólo podrán ser compensados por décadas de arduo y continuado esfuerzo.

EDWIN WALTER KEMMERER,
Profesor de la Universidad de Princeton.