

156

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:

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

Raúl Prebisch
Por el Centro de Estudiantes

REDACTORES:

Dr. Vicente Fidel López	Roberto E. Garzoni
José González Galé Dr. Francisco M. Alvarez Por los Egresados	Benjamín Harriague Por el Centro de Estudiantes

ADMINISTRADOR: **Bernardo J. Matta**

Año X

Julio de 1922

Serie II. N° 12

DIRECCIÓN Y ADMINISTRACIÓN
CHARCAS 1835
BUENOS AIRES

Sobre la degradación del marco y el pago de las reparaciones

Convocada para planear la reconstrucción de la economía europea, la conferencia de Génova, sobre el vicio originario de su constitución, de excluir del memorandum el asunto de las reparaciones, desarrolló, más tarde, sus debates en un plano político. De ahí lo pobre de sus resultados en relación al fin propuesto.

Los cambios inestables representan una traba poderosa para el desenvolvimiento de las transacciones internacionales, base necesaria en que deberá afirmarse todo plan de reconstrucción económica que pretenda ser fecundo. Consciente de la importancia de este problema, los políticos de Cannes le incluyeron entre los temas a tratarse en Génova, junto a los de la moneda y los bancos, con que tan estrecha interdependencia mantiene. Empero, eliminaron de entre aquellos el referente al pago de las reparaciones, e impidieron así, desde un principio el ataque al mal en sus propias raíces.

Es que al deformar violentamente el balance de pagos internacionales de Alemania, las reparaciones introducen en el mecanismo de sus cambios y de su moneda un activo germen de inestabilidad y desequilibrio. De tal suerte que la pretensión de alcanzar un patrón efectivo de valores más estable, para impulsar el intercambio internacional, comenzaba por desconocer los factores decisivos que a ello se oponen en Alemania, núcleo de la vida económica de la Europa del centro y oriente, y parte importantísima de la economía mundial.

La Conferencia Financiera reunida en Bruselas en 1920, abarcó en su horizonte el desbarajuste económico consiguiente a la guerra, y agravado más tarde. De ahí que sus conclusiones, al no transformarse radicalmente lo que las motivaba, mantengan su fuerza original. Fruto del análisis de economistas muy capaces, en general, aquellas son inobjetables. Sin embargo, en lo que

a cambios y moneda se refiere, una prohibición del memorandum, análoga a la de la Conferencia de Génova, no permitió aclarar las determinantes reales del hundimiento de uno de los cambios de más importancia, el cambio alemán.

Por lo tanto, si las recomendaciones de esta conferencia financiera para detener la inflación del circulante —a la que se hacía principal responsable del desquicio de los cambios— constituían adecuados remedios para atacar el desequilibrio financiero en algunos países. frente a los problemas concretos del Reich resultaban mal planteadas, y por consiguiente sin alcance positivo, por haber eliminado arbitrariamente factores de trascendencia.

Reconocían los peritos que en los déficits de los presupuestos, o mejor en los expedientes a que se recurría para colmarlos, radicaba la inflación del medio circulante (moneda o crédito bancario). Tales expedientes se resolvían al fin de cuentas, en la simple emisión de papel moneda o la apertura directa de créditos al fisco, o también, como sucedió con más frecuencia, en la expansión del crédito bancario, de los depósitos sujetos a cheque, sobre la garantía de títulos públicos y demás documentos creditorios de los gobiernos. Es así que la buena lógica no está ausente de sus recomendaciones acerca la reducción drástica de los gastos públicos, y la consolidación de las deudas flotantes, no por medio de los enjuagues bancarios hasta entonces usados, sino del ahorro genuino y disponible. Por otra parte, al reconocer en la tasa del descuento, un regulador eficaz del crédito bancario, insinuaban su elevación a los bancos centrales, con el fin de poner freno a la inflación. De este modo, los peritos concebían el proceso tradicional de esta última, proceso que, por otra parte, correspondía a los hechos.

En el desarrollo "normal", por decirlo así, de la inflación, el descenso en el valor externo o metálico de la moneda de un país, es el resultado del aumento del medio circulante en el mercado interno, de acuerdo al clásico mecanismo, de todos sabido, y comprobado experimentalmente en los últimos tiempos. Y si este fué el proceso en Alemania y en otros países durante la guerra, muy otro fué más tarde, cuando, agobiada la economía de la primera con la carga de las reparaciones, se invirtieron los términos del problema; aunque parezca paradójal a simple vista, es la depreciación externa del papel moneda, una de las causas más poderosas de los déficits fiscales, y el motivo principal de la continua expansión del circulante. Por donde se desprende lo inócuo

de las citadas recomendaciones, como trataremos de mostrar en estas anotaciones.

Es muy íntima la trabazón entre el cambio y la moneda alemanas, y el cumplimiento de las reparaciones. Ligado muy de inmediato este asunto, a las finanzas internas de la república, a la resistencia contributiva de su economía, a la capacidad de la población para soportar nuevos gravámenes sin desmoralizarse ante el trabajo productivo, no es menos importante el aspecto relacionado al balance de pagos internacionales. Precisa por lo tanto, en el problema de las reparaciones, distinguirse dos fases, a saber: la capacidad para pagarlas; y la aptitud para transferir el pago, esto es, la posibilidad de adquirir disponibilidades en el mercado de cambios, y la influencia de la presión resultante sobre el valor del marco. Es lo que hace notar el profesor Williams en un brillante artículo sobre el comercio exterior alemán y el pago de las reparaciones (1) cuyos datos nos servirán más de una vez en el nuestro.

Los 138.000.000.000 marcos oro en que el tratado de Versailles ha fijado el monto de las reparaciones, al cinco por ciento de interés y uno por ciento de amortización, representan para Alemania, un pasivo financiero anual de 8.280.000.000 marcos oro. Es en las cifras de los presupuestos, en la zaga permanente de los recursos en relación a los gastos, donde se notan las primeras consecuencias de esta enorme anualidad, posteriormente reducida por sucesivas moratorias. Y aún si se deduce las sumas correspondientes al pago de este servicio anual, los presupuestos del año financiero pasado acusan un considerable desequilibrio, como puede apreciarse en los siguiente datos tomados de *The Statist* de Londres (2). El presupuesto ordinario, presentado al Reichstag el 11 de Abril de 1921, denotaba un déficit de marcos 3.219.500.000, y el extraordinario, de 33.100.636.190. Debido a la inestabilidad del marco, repetidas veces hubieron de ser revisadas las estimaciones: el último informe oficial calculaba en 119.000.000.000 el déficit definitivo de ese año financiero. Y si se tiene presente que los servicios originados por las reparaciones en ese período, ascendían solamente a 55.000.000.000 en el presupuesto ordinario, y 6.600.000.000 en el extraordinario, es decir, a menos del 60 % del déficit, surgirá la conclusión que

(1) *Quarterly Journal of Economics*, May 1922.

(2) *The Statist*, May 6 1922.

este último aun subsistiera si fuesen *eliminadas de los presupuestos* aquellas cantidades. Lo que por ninguna manera significa que el desequilibrio fiscal de Alemania es independiente de la carga de las reparaciones: pues, éstas constituyen el factor más responsable de la persistente degradación del marco. Depreciación que, como se verá más adelante, determina a su vez las abultadas cifras de los presupuestos.

Para el año financiero que corre, el déficit ha sido calculado en 160 mil millones de marcos. Pero la subsiguiente depreciación del marco, ya se encargará de dejar esta suma muy por lo bajo de la realidad.

Enjugados estos déficits en su mayor parte con expedientes financieros inflacionistas, tales como los préstamos a corto plazo, el aumento consiguiente del medio circulante activa la depreciación interna y externa del marco. El valor interno del marco — en poder adquisitivo— es inferior al externo —en metálico—, debido, ante todo, a que este último, es el primero en ser afectado por el desequilibrio negativo del balance de pagos; y luego por el hecho que cada progreso en la inflación del circulante, tiende a que este valor externo del marco, sea descontado con anticipación en el mercado internacional, en tanto que sus efectos sobre los precios internos comienzan recién a desarrollarse. La diferencia entre los dos valores del marco—, en cuya explicación habrá que tomar en cuenta, por lo tanto, aquellos expedientes inflacionistas anotados — complica las dificultades del gobierno cuando llega el momento de pagar las cuotas de las reparaciones. Desde que los recursos destinados al efecto, se recaudan sobre la base del valor interno del marco, mientras su inversión, se efectúa de acuerdo al valor externo, mucho menor. Y a este respecto, recuérdese la situación de nuestro gobierno, en la época en que la continua depreciación del peso, al acercarse el estallido de la crisis en 1890, le ponía en serios aprietos, cuando se presentaba al mercado de cambios para adquirir libras y pagar los servicios de la deuda pública con pesos papel obtenidos sobre la base de un valor interno superior al valor metálico a que se cotizaban.

Si las reparaciones, a través del déficit en los presupuestos, afectan el valor del marco, mucho mayor es su influjo sobre el mismo al trastornar sus servicios el balance de pagos. País acreedor, Alemania, antes de la guerra, el exceso de los intereses y beneficios de los capitales invertidos en el extranjero le permitía importar mercaderías por un valor superior al de sus exportaciones. Así, en 1913, estas alcanzaban a 10.452.000.000 mar-

cos oro, mientras que las importaciones ascendían a 11.124 millones, y dejaban por lo tanto en el balance comercial, un déficit de 672.000.000 marcos oro, cubierto con el superavit referido del balance de préstamos o inversiones (1). Lo contrario sucedía y sucede en la Argentina, en que las exportaciones, por un ajuste espontáneo de los factores del intercambio exterior, deben sobrepasar en valor a las exportaciones, para responder a la carga financiera anual que debemos a nuestros acreedores. Y es precisamente en ese sentido que tendrán que reajustarse las cuentas internacionales de Alemania.

Es sabido que durante la guerra desapareció una parte considerable de los créditos alemanes en el exterior, y más aún, que por la pérdida de su marina mercante, la partida, antes considerables de los fletes, se ha transformado en débito. Pero lo que da contornos graves al problema, es que, al debilitamiento de los créditos, sobre que antes descansaba el equilibrio del balance de pagos, se agrega, por otro lado, un fuerte acrecentamiento de los débitos, consiguiente a la inclusión, entre ellos, de la cifra anual de las reparaciones. De esta modificación resulta un desequilibrio negativo de gran magnitud en el balance de pagos, que tendrá que ser cubierto por saldos positivos del balance comercial alemán; desde que, si bien un empréstito externo puede solucionar temporariamente aquel desequilibrio, en última instancia, el pago de los servicios originados más tarde por el mismo, tendrá que efectuarse sobre la base de un exceso de las exportaciones sobre las importaciones.

Por el arreglo de Londres de mayo de 1921, el servicio anual de las reparaciones en efectivo —8.280 millones de marcos oro— se efectuaría por medio del pago de una suma fija de 2.000 millones, más el 26 % del valor de las exportaciones. Para ello, según Keynes (2), las exportaciones alemanas hubiesen tenido que ascender anualmente a 24.000 millones de marcos oro, o sea, alrededor de dos veces y media el monto anterior a la guerra, sin que las importaciones aumentasen la cifra correspondiente a 1913.

Empero, de hecho, las importaciones alemanas han continuado siendo superiores a las exportaciones, y en una proporción mucho mayor. Mientras en 1913, el promedio mensual de los saldos negativos, fué 56 millones de marcos, y el saldo negativo

(1) Ver J. M. KEYNES: *Las Consecuencias Económicas de la Paz* (Calpe), pág. 165.

(2) KEYNES: *A Revision of the Treaty*, pág. 71, cit. por Williams.

total, 672 millones, en los doce meses transcurridos entre Julio de 1919 y Mayo de 1920, el promedio fué 315 millones, y el saldo total 3.475 millones. Y en tanto que el déficit total durante los ocho meses del año pasado, ascendió a 557 millones (Importaciones: 2.898. Exportaciones, 2.432 millones de marcos oro), y el promedio mensual a 56 millones, el monto de las reparaciones, de acuerdo al arreglo de Londres, a pagar en el mismo período, era 1.965 millones de marcos oro en efectivo, (sin contar los pagos en mercaderías y las transferencias de propiedades, que ascendieron a 5.246 millones de marcos oro). Es así que las exportaciones hubiesen debido exceder a las importaciones en cerca de dos mil millones de marcos oro, en lugar de ser sobrepasadas por éstas en 557 millones.

El efecto más importante de este desequilibrio en el balance de pagos — consiguiente al déficit en el balance comercial y a los servicios de las reparaciones — fué un pronunciado descenso en el valor metálico del marco que de 2,39 centavos oro americano en Enero de 1921, bajó a 1.37 $\frac{1}{4}$ centavos en Noviembre del mismo año.

De ahí que sobre las dificultades financieras internas determinadas por la zaga permanente entre recursos y gastos, el gobierno alemán tropezaba con otro obstáculo externo no menos grave para cumplir con el pago de las reparaciones. a saber, la diferencia entre el valor metálico y el poder adquisitivo del marco, según ya se ha explicado. Y esta situación precaria, le lleva, en Diciembre pasado, a notificar a la Comisión de Reparaciones, la imposibilidad de hacer frente al pago de las cuotas de Enero y Febrero.

Es entonces que el Arreglo de Cannes, en Enero pasado, decide suspender el plan original de Londres. La nota elevada más tarde por la Comisión de Reparaciones al gobierno alemán, confirma este arreglo, y siempre que este último acepte ciertas condiciones, le ofrece reducir los servicios correspondientes al año en curso, y concederle moratoria por el resto. Aceptada la proposición por Alemania, a fines de mayo — cumplido el plazo del ultimatum financiero — el plan de reparaciones para 1922, quedó establecido en la siguiente forma: los pagos totales ascenderían a 2.170 millones de marcos oro de los que 720 millones consistían en dinero efectivo, y el resto en especie. Pagados hasta entonces 370 millones, lo demás se cubriría por cuotas de 50 millones, el día 15 de cada uno de los meses transcurridos entre

junio y octubre inclusive, y por dos de 60 millones el 15 de Noviembre y el mismo día de Diciembre (1).

Las condiciones que la Comisión de reparaciones exigía a Alemania antes de otorgarle la reducción de sus servicios, tienden a asegurar el saneamiento de las finanzas, que podrán ser controladas por los gobiernos aliados. Se obliga, además, al gobierno del Reich, a reducir sus gastos, aumentar los impuestos y establecer el equilibrio de sus presupuestos.

Que el problema está muy lejos de ser resuelto, lo prueban los hechos acaecidos hace poco tiempo, al aproximarse el día 15 de Julio, fecha fijada para el pago de la segunda cuota de 50 millones de marcos oro. La fuerte demanda de cambios a oro por el gobierno alemán para efectuar este pago — enfrente a la oferta relativamente exigua, si se considera las cifras ya citadas del balance de pagos —, unida a otros factores (tales como la venta precipitada de parte de los marcos adquiridos por los países extranjeros, motivada por el empeoramiento de la situación política y financiera) trajo la súbita depreciación externa del marco papel que de 0,0028 cents. oro americano descendió a cerca de 0,0010 centavos, depreciación análoga a las acaecidas en 1919 - 1920, en que el marco descendió de 7,13 centavos oro americano en Julio de 1919, a 1.08 centavos en Febrero de 1920, y entre Mayo y Noviembre de 1921, en que bajó de 1.77 a 0.37 $\frac{1}{4}$.

Ante esta mayor depreciación del marco es completamente ilusorio esperar el saneamiento de las finanzas internas, siempre que por otro arreglo, o por la contratación de un fuerte empréstito externo, Alemania se libre temporariamente de los servicios de reparaciones. Pues, por una parte, es imposible que las exportaciones crezcan de repente y arrojen un saldo positivo tan grande como para equilibrar el balance de pagos. Tanto más cuanto que, carente de parte considerable de las materias primas necesarias, la industria alemana tiene que importarlas; y esto representa finalmente el aumento del pasivo comercial. Por otra parte, en el caso imaginario de que pudiera alcanzarse aquel superávit, quedaría en pie la cuestión de las finanzas internas, a saber, los recursos con que el gobierno adquiriría los cambios necesarios para pagar las cuotas, sin agravar más el déficit en los presupuestos, ni recurrir a los consabidos expedientes inflacionistas, que, al fin de cuentas, como ya se hiciera notar, repercutirían negati-

(1) Ver: *The Statist*, de Londres, Junio 3 de 1922; *The German Reply*, pág. 956.

vamente en el valor del marco. La solución temporaria de ambos problemas, el externo y el interno, fuera alcanzada, de conseguir el gobierno la contratación de un empréstito externo, que, a la vez que le dispensara de la necesidad de acudir al mercado de cambios, aliviara sus finanzas internas de todo el peso de las reparaciones. Pero tal contratación, es asunto de suyo muy arduo: los capitalistas no prestan su dinero sin asegurarse que un presupuesto equilibrado permita el cumplimiento regular de los servicios; y el presupuesto alemán no está, por cierto, en esas condiciones.

Es la misma situación, que, en proporciones relativamente insignificantes, la Argentina tuvo que encarar después de la crisis del 90. Altísimo el valor del oro debido a balances de pagos desfavorables y a la desconfianza reinante, la adquisición de cambios para satisfacer los servicios de la deuda pública hubiese pujado más aún su valor; aparte que el gobierno no tenía dinero para hacerlo, ni podía obtener empréstitos internos. De ahí la contratación de un empréstito moratoria, con cuyos títulos —que durante algún tiempo no requerirían el pago inmediato de los servicios— se pagaría los intereses correspondientes a la deuda pública anterior.

No es otra cosa lo que actualmente tramita Alemania, a la par que una segunda moratoria, para poder despejar su horizonte financiero. Y son los únicos medios de salir del círculo vicioso en que se halla encerrada. Hablar de finanzas equilibradas mientras el marco se degrada continuamente, es un contrasentido: desde que el gobierno se encuentra frente a frente a la disparidad entre los valores interno y externo de aquél; y, bajo otro aspecto, cuando este desequilibrio tiende a desaparecer por la disminución posterior del poder adquisitivo de la moneda, el aprieto financiero no es menor: el gobierno tendrá que efectuar sus compras a precios más altos que los presupuestados (recuérdese lo ya anotado sobre las rectificaciones de que con frecuencia son objeto las estimaciones del presupuesto a causa de la inestabilidad del marco) y se verá forzado a subir la remuneración de sus empleados, enfrente a la exorbitante carestía de la vida.

Podría argüirse, además, que, en tal caso, el aumento de los impuestos, atacaría el desequilibrio. Pero, sin discutir si los contribuyentes pueden soportar una carga más de 150 millones de marcos papel, y si tan enorme aumento no conduce indirectamente a la inflación del circulante, ocurre preguntar: ¿qué sistema impositivo permitirá el aumento automático de los ren-

dimientos, conforme se degrada la moneda en que se perciben? Es así que, si bien es innegable que un aumento de los impuestos mejoraría las finanzas, sería necedad tomar la medida como una panacea.

Igualmente ilusoria que la recomendación sobre el saneamiento de las finanzas, resulta la limitación de las emisiones del *Reichsbank*, por cuya autonomía vela con especial cuidado la nota del 31 de marzo de la Comisión de Reparaciones. Es que en tanto persista la depreciación externa, la inflación interna del circulante será un acontecimiento fatal.

La depreciación interna de la moneda alemana, según se ha visto más arriba, radica en el fuerte desequilibrio del balance de pagos: el exceso de la demanda de moneda extranjera (dólares, libras, francos, etc.)—por el gobierno del Reich para el pago de las reparaciones, y por los comerciantes para el cubrimiento del valor de las importaciones—, sobre la oferta, deprime el valor de cambio externo de los marcos con que se quiere adquirir aquellas divisas extranjeras.

Degradada más y más la moneda, el gobierno, por una parte, siente crecer continuamente el peso de las reparaciones; ya que, como se hizo notar, obtiene sus recursos en marcos papel — de carácter fijo por todo el año financiero—con cuyo valor descendente tiene que adquirir disponibilidades extranjeras para pagar las cuotas. De ahí la descompaginación de sus presupuestos, traducida en los déficits y su financiación a base de *aumentos del circulante* (billetes y crédito bancario).

El mismo resultado interno, por otra parte, presenta la depreciación externa del marco, en lo que respecta a los particulares. Al disminuir el valor metálico del marco papel, encarecen los precios de las materias primas importadas en fuertes cantidades para mover la industria, y las materias alimenticias, recibidas igualmente desde el exterior en grandes proporciones; encarecimiento que repercute gradualmente en los otros artículos. *Y esta subida de los precios internos, consiguiendo a la baja del cambio, hace necesaria mayor cantidad de medio circulante para el desenvolvimiento de los negocios*; por lo que el Reichsbank, para responder las demandas de sus clientes se ve precisado a continuar la expansión que activa aún más la elevación de los precios (1), esto es el descenso en el poder adquisitivo del marco,

(1) Nuestros diarios, al acaecer la última depreciación súbita del marco, hablaban en su sección telegráfica, de la enorme demanda de billetes al Reichsbank, que no podía satisfacerla en seguida por estar en huelga sus litógrafos!

y agrava el desequilibrio en el balance de pagos. De ahí el círculo vicioso, en cuyo centro se encuentra el problema de las reparaciones, y lo inocuo de toda recomendación financiera tal como la de restringir la expansión del circulante, que no contemple este problema.

Recomendaciones frecuentes, basadas en la teoría clásica. Para ésta, el aumento del circulante en el mercado interno, origina el alza de los precios que al estimular las importaciones, restringir las exportaciones y desequilibrar el balance de pagos produce en última instancia, la baja del cambio o sea la depreciación externa de la moneda. La depreciación externa, según esta teoría, es un resultado de la interna. Es por esto que, para atacarla en sus raíces, se aconseja, ante todo el saneamiento interno de la moneda.

Verdadera, en ciertos casos, la teoría clásica, mientras las hipótesis sobre que se asienta se ajustan a los hechos, pierde su contenido real, en cuando la práctica es divergente. Y que Alemania está en este caso, puede verse por las cifras que siguen tomadas de una publicación oficial reciente de los EE. UU., sobre

LA PARIDAD DE PODER ADQUISITIVO ENTRE EL MARCO Y EL
DÓLAR Y LOS TIPOS DEL CAMBIO (1).

Fecha	1 N. 1 de los E. N.	2 N. 1 de Alemania	3 Porcentaje de 1 resp. a 2	4 Paridad de Poder adquisi- tivo	5 Tipos del Cambio	6 Porcentaje de 4 resp. 5
1913	100	100			\$ 0.2380	
1920						
Marzo....	248	1615	15.36	0.0365	0.0127	287.40
Junio....	258	1473	17.52	0.0417	0.0256	162.90
Septiembre.	226	1582	14.29	0.0340	0.0173	196.53
Diciembre.	173	1681	10.29	0.0245	0.0137	178.83
1921						
Marzo....	150	1440	10.42	0.0248	0.0160	155.00
Junio....	139	1376	10.10	0.0240	0.0149	161.08
Septiembre.	143	1377	8.04	0.0191	0.0097	196.91

La primera columna representa el movimiento de los precios internos en los EE. UU., registrado por los Números Indicado-

(1) Ver: Un. States Tariff Commission. *Depreciated Exchange and International Trade*, Wash., 1922.

res del *Federal Reserve Board*; la segunda, el mismo fenómeno en Alemania, según los N. I. de la *Frankfurter Zeitung*; la tercera, expresa el porcentaje de los N. I. americanos, en relación a los alemanes, es decir la magnitud relativa de la elevación de los precios en los respectivos mercados internos; la cuarta nos da a conocer la "paridad de poder adquisitivo" entre ambas monedas, que resulta de multiplicar los porcentajes de la columna 3 por el cambio par entre el dólar y el marco, a saber, \$ 0,238. De tal suerte que esta columna indica el poder adquisitivo interno del marco expresado en dólares, mientras la siguiente enseña el valor externo, expresado también en dólares.

Por último, en la columna 6, en que se ha calculado el porcentaje de las cifras de la 4 en relación a las de la columna 5, puede verse que la diferencia entre ambos valores del marco, es considerable. Así, en Marzo de 1920, cada marco podía adquirir en el mercado alemán \$ 0.0365 de mercaderías, expresadas en dólares, en tanto que apenas podía comprar \$ 0.0127 de éstos en dólares.

No podría explicarse esta persistente diferencia a favor del valor interno del marco, si la inflación interna fuese la causa principal de la degradación externa, y no el déficit en el balance de pagos. Pues las fuerzas de la inflación determinan aquella, después de haber actuado sobre ésta; en todo caso, la disparidad fuera inversa.

Y si esto no fuese suficiente, un hecho curioso, comentado humorísticamente por *The Economist*, de Londres, — que, dicho sea de paso, también se observa con frecuencia en nuestra historia monetaria — desvanece las dudas restantes. En 1921, el marco, en relación con el dólar, bajó de 73 a 310, descenso mucho mayor que el experimentado en 1920, a saber, de 50 a 73. Y sin embargo, en 1921, el aumento proporcional de las emisiones de papel moneda, fué sólo la mitad del correspondiente a 1920. En los primeros meses de este año, la emisión creció desde 44 mil millones de marcos papel, hasta 67, en tanto que el marco mejoró su cotización frente al dólar, de 50 a 38.

Tales hechos, paradójales para quien atribuye la desvalorización del marco a la inflación interna, se explican por el rol preponderante que el balance de pagos tiene sobre el valor externo del marco. Es por esto que toda recomendación sobre el saneamiento de las finanzas y moneda alemanas, que prescindiera del problema de las reparaciones, fatalmente resulta miope.

Y no es otro el camino seguido hasta ahora por la política aliada, de que el último descenso del marco parece desviarla.

Antes de terminar estas líneas veremos como pudieron efectuarse los pagos de las reparaciones y del exceso de mercaderías importadas a pesar de lo reducido de las exportadas. Cuestión de que también se ocupa Williams en el artículo citado, y cuyas conclusiones al respecto, resumiremos en seguida.

En primer lugar, se ha podido hacer frente al saldo pasivo, con la venta de marcos papel a capitalistas extranjeros y especuladores, que, al esperar una pronta rehabilitación de Alemania, invirtieron en su papel moneda sumas considerables.

En segundo lugar, los pagos han sido posibles, gracias a los saldos activos creados en el extranjero, por las transferencias de capital alemán. Según estimaciones a Suiza sola pasaron alrededor de 40 y 50 billones de marcos papel y a Holanda, 200 millones de dólares.

Y, para no citar sino las operaciones más importantes, las inversiones de capital extranjero en Alemania, han contribuido en el mismo sentido arriba anotado. Según cálculos recientes han sido estimadas, a partir del armisticio, en 50 billones de marcos, o sea, más o menos 250 millones de dólares, según el tipo del cambio de la fecha del cálculo.

Si las cifras anotadas son sólo aproximaciones basadas en indicios, los hechos que revelan son indudables. De lo contrario el gobierno y los importadores alemanes no hubiesen podido adquirir disponibilidades en el mercado de cambios. Y el valor métrico del marco, fuera infinitesimal.

RAÚL PREBISCH.

Julio de 1922.