

Revista

de

Ciencias Económicas

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

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. Nicolás A. Avellaneda

Por la Facultad

Néstor B. Zelaya

Por el Centro de Estudiantes

Juan José Silva

Por el Centro de Estudiantes

REDACTORES:

Dr. Alejandro M. Unsain

Dr. Jorge Cabral

Por la Facultad

Juan B. Courbet

Armando Luis Raggio

Por el Centro de Estudiantes

Luis Moreno

Eugenio A. Blanco

Por los Graduados

ADMINISTRADOR: Bernardo J. Matta

Año XI

Noviembre de 1923

Serie II. Nº 28

DIRECCIÓN Y ADMINISTRACIÓN
CHARCAS 1835
BUENOS AIRES

El problema monetario y el secreto de los cambios según la doctrina del Prof. Gustavo Cassel

La personalidad del profesor Cassel

El profesor Gustavo Cassel es un eminente economista cuya clarividencia le ha permitido descubrir, a través de la confusión reinante de las singularidades económicas producidas por la guerra, las leyes científicas que rigen varios fenómenos en torno a los cuales ha venido agitándose la humanidad entera a la busca de soluciones.

El profesor Cassel, como delegado a la Conferencia Económica de Bruselas de 1920, adonde concurrieron los economistas y banqueros más reputados, expuso su doctrina y su noción de los hechos y circunstancias que ponen en claro la verdadera situación monetaria del mundo, con todos los fenómenos económicos que esa situación refleja.

Tan fundada y seria fué la explicación que la Asamblea oyó del profesor Cassel, que por resolución unánime se le confió la redacción de un memorandum en el cual constara el criterio del ilustrado informante, y así fué ese trabajo presentado a la Sociedad de las Naciones, instituto en el cual tuvo origen la Conferencia de Bruselas.

Pero como desde la primavera europea de 1920 a la de 1921 ocurrieron los hechos de más perturbadora repercusión en la esfera de los negocios, de todos los países, el profesor Cassel formuló un memorandum complementario en el cual juzga y explica cómo los últimos y resonantes sucesos confirman absolutamente su doctrina.

Ocupándose de esos trabajos Lloyd George, siendo todavía primer ministro, calificó al profesor Cassel uno de los más brillantes economistas del mundo.

El prestigio científico que rodeó al profesor Cassel, a raíz de las circunstancias que dejó expuestas, inspiró a la Universidad de Londres a invitarlo para dar una serie de conferencias sobre el tema palpitante de "la situación monetaria del mundo". Estas conferencias se efectuaron en el Instituto de Estudios Económicos de Londres, y a ellas asistí con fervoroso interés vocacional. Luego he leído las últimas obras del autor recientemente traducidas al inglés.

Sí, como consecuencia de las enseñanzas que yo he podido recoger, me es dado transmitir a los hombres de negocios y a los hombres de gobierno de estos países algunas nociones útiles, vería con ello compensados mis esfuerzos, porque de una perfecta noción de las cosas en este magno problema debe depender, a mi juicio, la orientación cierta que es preciso dar a la vida económica en estas horas difíciles y de profundo desconcierto.

La ciencia económica vindicada

Debo decir ante todo, que mi más grande complacencia frente a las luminosas revelaciones del profesor Cassel, fué el ver que este sabio vindicaba los viejos prestigios de la ciencia económica, que habían sufrido un eclipse lamentable desde la fecha nefasta del 1.º de Agosto de 1914; porque esa decadencia en la autoridad de los principios económicos, engendró un fermento nocivo de escepticismo, que autorizó a mucha gente a lanzarse a las más audaces aventuras, tanto en las esferas de los negocios cuanto en el ambiente gubernativo de todos los países.

La incomprensión de los fenómenos, o el empeño erróneo de aplicar fórmulas inadecuadas, que resultaban necesariamente fallidas, inclinaban el ánimo a pensar que los instrumentos conocidos hasta la fecha en el acervo de la técnica económica eran ya inútiles y sin uso para los nuevos hechos. No se podía reconocer modestamente que el defecto no estaba en la imperfección de los instrumentos, sino en la habilidad incompleta del operador.

Como en esos errores de diagnóstico que inducen alguna vez a los médicos a indicar un tratamiento inadecuado, así

sucedía en lo económico que los encargados de juzgar los males y ponerles remedio, encaraban equívocadamente los fenómenos y solían aconsejar los más contra-indicados tratamientos.

Tres grandes problemas: moneda, precios y cambios

Hay tres grandes elementos en torno de los cuales han girado los más arduos problemas que los gobiernos y los hombres de negocios han tenido que resolver, mal o bien: la moneda, los precios, y los cambios internacionales.

En cuanto estalló la guerra los países beligerantes y los neutrales, —con excepción al principio de los Estados Unidos,— adoptaron el régimen monetario del papel inconvertible. Trataron de centralizar grandes reservas de oro a título de garantía de los billetes, y con ello el público se inició en una ilusión de óptica que le hizo creer en todo momento en un fenómeno curioso: le hizo experimentar la fe en el misterio de que aquel oro encerrado le infundía un valor positivo y específico a los billetes circulantes, correspondiendo a la promesa escrita de que algún día serían convertidos a la vista y al portador.

La primera proposición, o principio, que sienta el profesor Cassel es el de que desde el momento en el cual los billetes de banco dejan de ser convertibles a oro y desde que el oro vea interrumpida su función internacional de medio de pago, el país ha abolido el *standard oro*, el patrón metálico, y se encuentra por entero en un régimen de emisión libre. Tal efecto deriva simplemente de esta sentencia: las leyes económicas solo cuentan con hechos y no con ficciones.

La palabra *libre* aplicada a la emisión no excluye la fijación de un límite máximo a la circulación, sino que significa que ese límite será arbitrario, será cualquiera, desde luego que la falta del funcionamiento del verdadero régimen a oro, suprime la elasticidad de la circulación, que se regula espontáneamente en una situación monetaria normal. Significa, además, que es independiente de toda relación con los demás sistemas fiduciarios del exterior, a diferencia del régimen a oro, que era antes universal.

Colocado un país en tal régimen de papel inconvertible, los billetes no son más que medios de pago internos, cuyo valor será determinado por su capacidad adquisitiva, o sea su poder de compra y esta capacidad o este poder dependen en absoluto,

por manera experimentalmente comprobada, de la cantidad que se lance a la circulación.

El profesor Cassel dice: "depende de su *escasez*". Al oír esta palabra "*the scarcity*" yo no pude menos de recordar la situación de la Argentina en 1899 y la del Uruguay el año 1915, en que, debido a la escasez de los billetes emitidos en relación a las necesidades, se valorizaba el billete aparte de toda conexión con el oro.

La teoría cuantitativa

Partiendo de este concepto aunque solo vagamente concebido se formuló en otro tiempo una explicación que se llamó *teoría cuantitativa* de la moneda, según la cual los precios suben a medida que aumenta la circulación, o expresando en otros términos, la moneda se desvaloriza, pierde en poder de compra, en razón directa de su aumento. Todavía en las conferencias y publicaciones recientes que este año se han dado en algunos países, por profesores distinguidos, hemos notado que todo argumento ha girado alrededor de esa teoría.

Pero tal como se plantea desde su origen presenta una falla que la hace vulnerable a las asechanzas de los que se empeñan en negar las verdades científicas en esta materia para justificar los procedimientos empíricos.

En efecto. Los bancos centrales emisores han opuesto al respecto la seria objeción de que ellos no pueden forzar al público de los negocios a cargar más moneda que la exigida por la natural actividad del intercambio. Tampoco el público no tiene por que guardar ni, generalmente hablando, guarda en su poder más moneda que la necesaria, volviendo el exceso al banco.

Luego, si es así que el banco emite en razón de necesidades ya creadas, de demanda activa, no puede decirse que el aumento de emisión provoca la suba de precios, sino que esta última es la que impone el acrecentamiento de la emisión.

Así se cerraba la teoría cuantitativa en un círculo vicioso. El profesor Cassel vino a aclarar esta lamentable confusión. La teoría no tiene por que anularse, pero hay que introducir en ella una rectificación que la hace inatacable.

La inflación

El proceso de la suba de precios y del aumento de emisión constituye un movimiento más o menos simultáneo, siempre concomitante, pero que no se puede decir correctamente que dependen uno del otro, sino ambos de un tercer factor, determinante directo de ese conjunto de fenómenos que se conoce con el nombre de *inflación*. Ese tercer elemento cuya acción es previa es *la creación de artificial poder de compra*.

La guerra exige la inmediata disponibilidad y movilización de grandes, extraordinarios elementos, mercaderías, trabajo, materia prima. El gobierno carece de medios, de recursos monetarios o sea de poder adquisitivo normal. ¿Qué hace entonces? Crea medios adquisitivos artificiales, grandes créditos bancarios, emisión de letras, etc., con los cuales fuerza la demanda de los artículos en general, restando a la existencia normal de productos una parte determinada por sus necesidades. Ese poder adquisitivo artificial al competir con el genuino, reduce su valor en la medida que aumenta el precio de las cosas. De aquí entonces el fenómeno aducido por los banqueros, de que el aumento de emisión responde a necesidades que sucesivamente va experimentando el mercado.

Mientras el ambiente es difícil, por la incertidumbre reinante, para consolidar en empréstitos a largo plazo las deudas flotantes y obtener lo más posibles rendimientos del impuesto para equilibrar los gastos del Estado, se continúa creando nuevo poder de compra artificial y agravando la inflación con el encarecimiento del costo de la vida para todos aquellos elementos de la población que no tienen en sus facultades el medio de aumentar sus ingresos.

Los especuladores

Durante este proceso hay gran campo de acción para la vivacidad especuladora en los negocios y muchos obtienen ganancias considerables, porque aprovechan de cada suba de precios en los stocks acumulados y, aun anticipan sus compras con exceso para esperar la suba. El público cree que son éstos intermediarios los que causan la carestía de la vida, los que suben los precios sin que haya otra razón eficiente, y entonces el clamor general se desahoga contra ellos, señalándolos a la vindicta oficial, y ésta ve una salida cómoda a la

situación, ganándose las simpatías de sus propias víctimas con leyes prohibitivas.

Lo curioso es que esas leyes prohibitivas de las subas de precios han tenido en todas partes que ir transando con aumentos sucesivos, a medida que la inflación se intensificaba por las nuevas creaciones de poder adquisitivo artificial. Pero siempre se continuó atacando al fantasma del intermediario insaciable, como único causante de todo el mal, porque — al decir del profesor Cassel, — la vía popular hacia las alturas del poder ha sido en estos últimos años muy propicia a los políticos que han sabido colocar sus actitudes al diapasón de la *sabiduría económica* de las masas.

La escasez y el encarecimiento

En los primeros tiempos de la guerra, toda la explicación, al decir de los hombres de gobierno y de los directores de los bancos centrales que secundaban su política, toda la explicación de la suba de precios radicaba en la escasez de mercaderías por defecto de producción. Pero esa escasez que en el peor momento no pasó jamás de un 20 % no podía al fin justificar la suba cuando el índice numérico iniciado con la cifra relativa de 100 para 1913, llegaba a 200 a 300 y a más. Si la reducción del stock de productos podía medirse en un 20 % en el caso mayor, suponiendo la posibilidad de medir esa baja por índices numéricos, el índice 100 habría bajado a 80. De acuerdo con el razonamiento anterior la circulación monetaria debería sufrir el mismo descenso para mantener el nivel del precio; pero si no ha descendido la circulación y ha quedado en 100 quiere decir que excede a la producción, o sea al stock de productos en proporción de 100: 80 y la suba de precios que seguirá a ese hecho será de 100 a 125 en el índice numérico.

La escasez en los primeros tiempos de la guerra fué, pues, un factor en la suba de precios, pero fué un elemento secundario. Una supuesta reducción de productos que llegue a 20 % es un fenómeno serio, que motivaría gran privación en la mayoría del pueblo, pero aún así está probado que no podía justificar una suba de precios en más de 25 %. El gran factor fué, desde luego, la creación de artificial poder adquisitivo puesto en manos de los gobiernos para hacer la guerra. Y como

desgraciadamente es un hecho fatal que sin esa inflación no se puede desplegar la enérgica actividad requerida por la anormalidad del caso, solo cabe decir como medio de evitar en lo sucesivo males semejantes, que la solución está en *no hacer más guerras*. Así se expresa el profesor Cassel.

El aumento de precios

Veamos en qué proporción aumentaron los precios. La curva numérica de ese *crescendo* va acompañada de una curva paralela en la emisión, que traduce el reflejo fiel de la creación artificial igualmente progresiva de medios de compra.

En Inglaterra, siendo el número índice 100 para los precios mayoristas en 1913, subió a 123 en 1915, 161 en 1916, 204 en 1917, 225 en 1918, 235 en 1919 y 283 en 1920.

En Estados Unidos, partiendo de 100 en 1915, subió a 123 en 1916, a 175 en 1917, a 196 en 1918, a 212 en 1919 y a 244 en 1920.

Es innecesario multiplicar los ejemplos. Pero el profesor Cassel hace notar a los que argumentaban con la escasez de productos como causa de la suba de precios que en 1919 y 20 había ya abundancia y sin embargo la suba continuó y en mayor grado, debido a que se exageró por, los gobiernos exbeligerantes la creación de artificiales medios de pago a título de fomentar las empresas de reconstrucción.

Y fué precisamente el alarmante crecimiento de los precios lo que determinó una reacción en los Estados Unidos y en Inglaterra, iniciándose una política del crédito tendiente a retrotraer las cosas al estado anterior a la guerra.

La crisis de desinflación

Considera Cassel que ha sido un error, primero, el no moderar, — ya que evitarla no se podía durante la guerra, — la inflación, mediante acertado manejo de ese poderoso regulador económico que es el descuento bancario. Pero que, una vez llegados al grado de inflación alcanzada, fué otro error, el juzgar que era conveniente volver a un estado de normalidad y dar por averiguado que esa situación normal era la que existía antes de la guerra. En ese error incurrieron los Estados Unidos e Inglaterra que se lanzaron en una especie de com-

petencia de valorización de su moneda, quedando ambos países maltrechos en su marcha.

La inflación es un mal, pero la desinflación, y en términos así violentos, es en cambio, un desastre. Cuando se pretendió detener el impulso, se oía el clamor de un millón y medio de desocupados en Inglaterra y casi dos millones en Estados Unidos.

Según el criterio del profesor Cassel no es el ideal volver así a la antigua paridad metálica de la moneda, porque ese hecho no resuelve ninguna cuestión vital en la economía de un país y, al contrario, le causa perjuicios ingentes. El ideal es la estabilización del valor de la moneda con la consumación legal del *statu quo*.

Desde que el *standard papel* sustituyó al oro, y siguió el impulso supremo de las leyes económicas, — y no el mandato ridículo de la legislación que le ordena no desvalorizarse! — la moneda de cada país adopta, según aumente o disminuya la circulación, o según se intensifique o apacigüe la acción inflacionistas; adopta una paridad que es la de su poder adquisitivo interno. Quiere decir que si hay quien compre letras representativas de valor en nuestra moneda es por la cantidad de productos nuestros que se puede adquirir con ellas.

La influencia del descuento bancario

El profesor Cassel acusa con razón a los directores de los bancos centrales de no haber observado una prudente política del descuento, mucho antes de dejar que la inflación llegase al extremo a que llegó. Dice que se repetía siempre que ya no tenía un verdadero juego eficaz la regulación del crédito por el tipo de descuento y la selección de los préstamos en medio de la desarticulación de todos los elementos económicos. No hay desarticulación ni perturbaciones por fundamentales que sean que se sustraigan a las leyes económicas y la prueba está que, así como se produjo la enorme inflación a favor de la creación artificial de medios de comprar y las grandes facilidades al crédito que resultaban de un bajo tipo de descuento; así también cuando se quiso reaccionar, ¿qué otra cosa se hizo sino elevar el descuento o redescuento de los bancos centrales a 7 % lo que implica la generalización del tipo de 8 a 10 para los préstamos generales? ¿Qué se hizo,

además, sino restringir los créditos, empezando por suprimirlos a todo lo que era especulación improductiva?

Pero no es que los directores de los bancos centrales ignoraran eso tan elemental que es un viejo dogma inconcuso en la ciencia económica y en la práctica bancaria. Era una explicación artificiosa para el público, al cual no podía decirse la verdad de que las absorbentes necesidades financieras del Estado, a quien era patriótico apoyar, obligaban a lanzar empréstitos a la plaza y el tipo del descuento bancario es un factor determinante de la demanda. Con interés bancario bajo los empréstitos pueden lanzarse a menos interés y a mejor tipo. Una suba del descuento bancario causa una baja en las cotizaciones bursátiles, porque el interés se aproxima hacia un nivel general relativo, y esta relatividad está determinada por factores subjetivos según la mayor o menor confianza que deposita en determinados títulos de renta el colocador de dinero.

Cuando en los Estados Unidos se elevó el redescuento a 7 % para provocar la desinflación, todo lo que en Europa se pretendió disimular, al respecto fué francamente confesado. desde que no tiene objeto negar lo que tiene evidencia científica. Es bueno dejar esto bien sentado por la utilidad que puede reflejar aún, desvaneciendo en muchos espíritus opiniones erróneas.

El redescuento en los bancos centrales de la Reserva Federal estuvo a 4 % hasta el otoño de 1919. Se empezó a elevar tímidamente de $\frac{1}{4}$ %. Pero cuando ya en 1920 los precios marcaban el índice de 272 y el clamor se imponía contra las grandes especulaciones al alza que fomentaba esa generosidad en el crédito, entonces se elevó el descuento a 7 %.

El boletín de la institución (Federal Reserve Bulletin) decía así: "Lo que ha caracterizado la actitud de los Bancos de la Reserva Federal desde fines de Junio de 1919 a Julio de 1920 es el evitar que aumentara el portafolio de títulos del Gobierno y el éxito de la suba del descuento que se había mantenido a un bajo nivel cuando así lo necesitaban las condiciones de la guerra y ahora se establece en el nivel que corresponde a las condiciones comerciales. Se han reflejado así los esfuerzos del "sistema" (de los bancos confederados) para regular la expansión del crédito y limitar el excesivo o esencial avance de fondos."

En Octubre de 1919, en un informe del Directorio se de-

cia: "El hecho de que la acción financiera del Estado declinara completamente, parece que ya no hace necesario que los bancos mantengan la uniformidad del interés que prevaleció durante la guerra, cuando el Liberty Loan (empréstito de la libertad) con su bajo interés obligaba a bajar el tipo del descuento."

En editorial del mismo boletín a fines de 1919 se dice: "El método usual de restringir el uso indebido del redescuento es subir el interés. Esa política se hubiera ejercido hace varios meses si no fuera por no perjudicar a las finanzas del Gobierno.

Finalmente, en Julio de 1920 el Boletín se expresa así: "La conclusión general que se deduce es inequívoca en cuanto a que el efecto del control del crédito mediante un más alto tipo de descuento ha tenido un marcado suceso." Este marcado suceso fué que el índice de precios bajó de 272 a 151.

La desinflación y los cambios

Al valorizarse así el dólar, al aumentar en tal forma su poder adquisitivo interno por la eliminación de todo elemento clasificable como *artificial poder de compra*, se vió alterar en igual medida en los mercados internacionales la paridad del cambio, que como hemos dicho, se mide no por aquella cifra histórica que fué la unidad monetaria definida en tantos gramos de oro, sino por el respectivo poder de compra en el interior de cada país.

En Inglaterra también se elevó el tipo de redescuento a 7 % en Abril de 1920 y se ejerció una política de desinflación que tendía a nivelar el cambio de la libra con el dólar. Pero como la política del crédito en Estados Unidos al propio tiempo valorizaba el dólar, llegó un momento en que Inglaterra comprendió la inutilidad del esfuerzo y detuvo la marcha hacia atrás ante la alarma de los graves efectos que causaba el proceso de liquidación.

La libra se valorizó en la medida del descenso interior de los precios y su cotización como la del dólar se elevó considerablemente en los mercados internacionales, en proporción a la inflación predominante en ellos.

Otros países que también habían acentuado las facilidades bancarias después del armisticio, al ver que la inflación crecía, dieron máquina atrás.

En Francia, donde el índice de precios en 1918 era de 366, sube hasta 588 en Abril. En Italia el índice de 409 se aumenta a 670 en las mismas fechas. En otros países ocurre algo análogo. Se aumenta el tipo de descuento en los bancos centrales y se restringe el crédito como si todos obedecieran a la consigna que desde las columnas del Boletín de la Reserva Federal se dirigía a los bancos de los Estados Unidos en estas palabras: "El problema de reducir el costo de la vida es principalmente el de restaurar el poder adquisitivo del dólar. El dólar ha perdido poder de compra debido a la expansión del crédito que bajo las necesidades de financiar la guerra se amplió con más rapidez que la seguida por la producción y el ahorro. La vuelta a una sólida situación económica y la que envolverá tan poca perturbación de las relaciones económicas como sea posible, será invertir el proceso que ha traído el país a las condiciones actuales. En otras palabras: la vía de entrada debe ser el camino de salida."

El ejemplo de Estados Unidos e Inglaterra

Ya hemos visto que los directores del Federal Reserve Board si bien estaban en lo cierto cuando definían el origen del mal y su verdadera expresión económica, no lo estaban lo mismo al creer que la salida por la misma puerta de la entrada causaría poca perturbación.

Otros países que iniciaron la misma política se detuvieron a tiempo, salvo Inglaterra de la que ya hemos hablado. Sin contar a Alemania, que hizo de la inflación monetaria una forma singular de empréstito externo cuyos tomadores fueron los incautos de todos los países, y que llevó sus emisiones hasta el colapso de la bancarrota, tenemos a Francia que se detiene en el momento oportuno, y en esa expectativa de recibir la debida indemnización por reparaciones mantiene un sistema financiero de formidable deuda flotante, que es por fuerza un artificial poder de compra, siempre creciente, mientras no se arregle el asunto de la deuda alemana. Si Francia sigue el iniciado proceso de desinflación, se hubiera arruinado irremisiblemente. Su solución está en la fórmula del profesor Cassel: olvidarse de la vieja paridad del franco oro y, en el momento propicio, estabilizar la moneda, ya sea con conversión o sin conversión a oro.

Esta es una de las valiosas conquistas que la visión genial de Cassel ha aportado a la ciencia económica: que la moneda papel puede estabilizar su valor en la paridad de su poder adquisitivo determinado por el índice de precios. Ya se ha visto que hay un instrumento de eficiencia infalible para regular el nivel general, el nivel medio de los precios. Los directores de los bancos de la Reserva Federal de los Estados Unidos y el Directorio del Banco de Inglaterra pueden dar buena prueba de la efectividad activa del control del crédito y con él la determinación del poder adquisitivo de la moneda.

Que la situación económica de un país se regula mediante la tasa del descuento, era ya, según lo hemos dicho, uno de los dogmas clásicos. Lo que no existía era la noción del valor del papel inconvertible, su medida y la forma de determinarla.

Entiende el profesor Cassel que esa continua referencia al valor oro de la moneda, conforme a la unidad que regía antes de 1914, es una ilusión, una mera preocupación que tal vez dificulta más bien que facilita la regularización de un nuevo standard monetario en cada país bajo la fórmula de la estabilización. La moneda no es en sí misma un fin, sino un medio. Ella responde a hacer viable el intercambio del capital real, de la riqueza cristalizada en productos. Por consiguiente, lo fundamental es la integridad de la economía pública, la contemplación del conjunto de intereses creados que son el patrimonio de la comunidad.

La actuación del oro después de la guerra

Los fenómenos ocurridos con el oro después del predominio mundial del standard papel son sumamente interesantes. El hecho más simple desde luego, fué el cumplimiento de la llamada ley Gresham, o sea de que la moneda depreciada excluía de la circulación a la de más valor. El oro de los países que entraban de lleno a la inflación y depreciaban el papel afluyó a los mercados donde subsistía el standard oro en la integralidad de su valor o donde la moneda papel conservaba mayor poder adquisitivo. Solo no se iba libremente el stock que los gobiernos tenían bajo llave en previsión de la necesidad de pagos al extranjero por adquisiciones o para garantías de créditos en otros países.

El oro experimentó un desplazamiento inusitado. Rusia, cuyo banco de Estado era el que tenía mayor stock metálico en el mundo, al estallar la guerra: 787 millones de dólares, todavía recibió el encaje del Banco de Rumania cuando este país se vió invadido y se temía que el dinero cayera en manos del enemigo. Los bolshevikis no solo gastaron aquel stock primitivo en la parte que llegó hasta ellos, sino que, según parece, no dieron buena cuenta del oro de Rumania.

Austria desde el principio de la guerra envió al Banco Alemán de Berlín casi todo su stock metálico y perdió en ello 206 millones de dólares.

Con ese oro y los 50 millones de indemnización que pagaron los rusos después de la paz de Brest-Litovsk, Alemania tenía en la fecha del armisticio 607 millones de dólares. Para 1921 solo le quedaban 260 millones.

Francia que en 1913 tenía en el Banco Central 679 millones de dólares oro, llevó su stock después de recoger toda la moneda circulante en el país a 968 millones. De esto le quedaba en 1915, 700 millones.

En conjunto los países beligerantes europeos, exclusión hecha de Inglaterra, perdieron de su stock anterior a la guerra 320 millones de dólares.

Inglaterra, en cambio, aumentó sus existencias metálicas en 593 millones.

En los países neutrales y en Estados Unidos, el ingreso de oro fué considerable.

Estados Unidos, que tenía 691 millones de dólares en oro en 1913, alcanza la cifra de 2.526 en 1921, o sea un aumento de 1.838 millones, casi tres veces la cifra anterior.

El Japón de 65 pasa a 558. España, de 92 a 479. Holanda, de 60 a 245. Suiza, de 32 a 104. La Argentina, de 225 a 450. Uruguay, de 11 a 55. Dinamarca, de 19 a 65. Noruega, de 12 a 39. Suecia, de 27 a 75. En conjunto, el aumento en los países neutrales es de 1.520 millones. En Estados Unidos 1.838 y en Inglaterra 593.

La producción de las minas de oro durante el mismo período se calcula en 1.506 millones de los cuales la aplicación industrial puede haber insumido 435 millones.

De esta extraordinaria concentración de oro en algunos países, especialmente en Estados Unidos tenía que resultar alguna consecuencia sensible para la economía monetaria mundial.

Lo primero es el fenómeno lógico y consiguiente a la superabundancia: una baja de valor. El oro, el precioso y vil metal, a pesar de su magia legendaria, también se deprecia cuando le llega su turno.

El valor de relación para el oro solo puede concretarse en el valor del dólar, porque en primer lugar el más enorme stock se concentró en los Estados Unidos y en segundo este país es el único que mantuvo la integridad del standard oro hasta que entró en la guerra y la restableció de nuevo en Junio de 1919.

De acuerdo con la suba de precios operada en Norte América, resulta que la depreciación del oro en otros países fué consecuencia de su superfluidad y de la conducta que asumieron los bancos centrales. Cassel se expresa en estos términos precisos: "Si el ingreso de oro a esos bancos hubiera sido relativamente moderado y si los bancos centrales lo hubieran recibido en sus reservas sin aumentar por cuenta de ese oro la circulación de papel, y más aun no creando adicional emisión, el valor del oro se hubiera mantenido en su nivel primero.

"Se produciría entonces una demanda de oro, y esto representaría un factor independiente en aquel mercado en que el valor del oro fuera determinado. Pero la entrada de oro fué considerable en diversos países y los bancos centrales aumentaron su emisión a cuenta de sus nuevas reservas de oro, elevando el nivel de los precios. Esto equivalía a reducir el valor del oro, y determinaba la acción de una ley económica que se traducía en indirecta resistencia a la extraordinaria afluencia de oro.

En algunos países como ser Holanda, Suiza y España, la emisión que los bancos centrales autorizaron fué proporcionalmente menor a la cantidad de oro recibida. Pero aun así, la provisión de medios de pago creció en cifras absolutas, y la expansión de artificial poder adquisitivo elevó los precios y de ese modo igual se hizo presión sobre el valor del oro.

El dilema de los países neutrales

No discute el profesor Cassel hasta qué punto fué una necesidad imperiosa e ineludible de las circunstancias anormales el aumentar la emisión. Constata los hechos y sus consecuencias. Es obvio que los problemas económicos internos de los

países neutrales determinaban una acción defensiva por parte de los bancos para facilitar a la industria, la exportación y al comercio la importación. Basta recordar las primeras dificultades nuestras en 1915 cuando el ingenio tenía que inventar los primeros arbitrios en ese sentido. Frente al problema de la zafra aquel dilema inflexible, aquella alternativa sin escape, en que de una parte nuestro exportador tenía excelente oferta para su producto que al país nuestro le interesaba ver salir; y, de la otra parte, un comprador que decía: aquí está el oro, pero no me lo dejan exportar, solo me permiten que lo transfiera a su favor aquí mismo. Si la solución se aceptaba, el banco tenía que emitir billetes contra ese oro para pagar a nuestro exportador. Si no se aceptaba, no tenía salida nuestra producción y una grave crisis nos arruinaría.

Que más adelante en todos los países las cosas se extremaron es notorio. Pero había una gran ilusión, que todavía prevalece en muchos criterios según la cual no cabe sospechar que una inflación tiene efecto cuando no ha disminuído el porcentaje en las reservas de oro. Aquí, dice textualmente Cassel, se repite esa creencia supersticiosa de que la cobertura de oro es la real base del valor del papel. "Si hubiera comprendido el pueblo, — dice el maestro, — que un fiduciario poder de compra no puede jamás ser determinado por otro factor que por su escasez, entonces se habría dado cuenta de que cada aumento en la cantidad de medios de pago al entrar en acción significaba una reducción en el valor de la moneda papel y por consecuencia causaba inflación."

Cuando esa baja del valor del papel llega a cierto punto, ya no conviene enviar oro al país, porque el oro vale más, tiene un poder adquisitivo mayor. En ese proceso de desvalorización llegó así un momento en que solo había un país adonde convenía mandar oro porque el papel mantenía su equivalencia. Ese país fué los Estados Unidos. Por eso es también por lo que al fin el único exponente universal del valor del oro es el dolar.

"Solo cuando la guerra terminó, — dice Cassel, — y cierta libertad mayor adquirió el intercambio mundial, se comprendió que algunos de los países de los que habían sido más importadores de oro había llevado la inflación de su papel a tal punto que su valor quedó lejos del valor del oro. Esto ocurrió en todos los países neutrales europeos así como tam-

bién en Inglaterra.” Ustedes pensarán en este momento que eso ocurrió también en Sud-América.

Esos países, no pudieron, pues, retener el oro sino encerrándolo bajo llaves, porque la corriente natural lo hubiera llevado hacia el país donde su poder adquisitivo era mayor. El valor de la moneda busca un nivel mundial en la paridad del poder adquisitivo (que se mide por el nivel de precios) a la manera como los líquidos buscan el nivel más alto a través de los vasos comunicantes.

En Inglaterra se puede ver la diferencia de valor entre el papel y el oro por las cotizaciones del metal en el mercado. La onza troy de oro fino que en su antigua paridad era 84.96 (84 chelines 11 peniques y $\frac{1}{2}$) se cotizaba en Junio de 1921 a 108 chelines 10 peniques, o sea 27 % abajo de la par. Con la desinflación provocada, ese año, según ya lo explicamos, para Diciembre esa cotización era de 99 chelines 4 d.

Relación entre el oro y el papel inconvertible

De la comparación experimental de los fenómenos económicos, el profesor Cassel deduce este teorema: “Un aumento en la emisión y depósitos en los países que están en aptitud de importar oro concluye por detener la afluencia de oro.” De aquí la consecuencia también de que cuanto más ese aumento se acentúe tanto más se pronuncia la diferencia entre el valor del oro y el del papel.

Un experimento de aleccionadora consecuencia para el mundo fué el del Banco Central emisor de Suecia que salvó la solidez de la moneda oponiéndose a tiempo a la entrada de más oro, cuando todavía el papel, conforme a la ley económica descrita por el profesor Cassel, valía más que el oro, o sea por razón de su cantidad emitida.

El Directorio del Banco se dirigió al Gobierno, en 1916 diciéndole: La reserva de oro continúa aumentando. De 124, 6 millones a fin de año subió hasta 142 el 31 de Enero y 160 el 5 de Febrero. Según el artículo 10 de la ley orgánica el Banco está obligado a dar coronas papel a razón de 2.480 por gilogramo de oro fino.

“Esta disposición fué inspirada en la consideración de situaciones normales, cuando el Banco puede a su vez vender sin ninguna dificultad el oro que no necesita, sin experimentar

pérdida. Pero las actuales tasas de cambio (muy en favor de la corona) le hacen imposible disponer de ese oro para fines internacionales sin gran pérdida.

“Y como además el Banco entiende que sus reservas de oro actuales son suficientes, pide sea abolida la disposición que le obliga a recibir oro por cambio de moneda papel.”

¡Qué original parecerá esto a los espíritus que vivían poseídos por la superstición del oro todo-poderoso!

El Directorio del Banco quiso, sin embargo, oír la opinión del profesor Cassel, según cuyo criterio la institución se colocaba en un punto de vista estrecho al invocar solamente un interés privado de su propio negocio, cuando podía elevarse a un plano superior. Cassel dió los fundamentos en estos términos que constituyen la médula de su doctrina:

La moneda y los precios

“El motivo para la exclusión del oro debe ser basado en que es una medida indispensable para evitar un nuevo aumento considerable en el nivel general de precios dentro del país, y otras nocivas consecuencias que surgen del innecesario aumento en los medios de pago.

“La suba general de los precios causada por la guerra afecta no solo a los países que se rigen por papel inconvertible, sino también, aunque en menor grado, en países con standard oro efectivo, lo cual implica a la vez la depreciación del oro. Desde que el Riksbank ha reasumido la conversión de sus billetes por oro y el valor del papel está así determinado por el oro, el bajo valor interno anormal de la unidad monetaria es también una indicación clara de la depreciación del oro mismo. En tanto que el oro pueda ser importado a Suecia será imposible para el nivel general de precios mantenerse apreciablemente más bajo que en el de otros países que poseen régimen a oro, y cada nuevo decrecimiento del valor del oro debe producir la correspondiente depreciación de nuestra moneda y el consiguiente aumento en el nivel general de precios.

“Si el Riksbank está obligado a comprar o convertir todo el oro que se le presente; los países extranjeros tienen la opción entre pagar con oro sus deudas en Suecia o enviar productos de los cuales tenemos necesidad. Este interés nacional

será más fácilmente satisfecho si puede evitarse nuevos pagos en oro.

“Es también claro que mientras el ingreso de oro implica una tendencia directa a aumentar el volumen de los medios de pago y con ello el nivel de precios, el pago en productos tiene el efecto contrario, aumentando la existencia de artículos y tendiendo a reducir el nivel interno de los precios.”

“Esta afluencia de oro, con lo cual los países neutrales tienen que contar al presente, es apta para causar un peligroso aumento en la cantidad de medios de pago, que a su turno promueven una especulativa expansión industrial que puede conducir a la superespeculación que fatalmente concluye en crisis. Aunque en lo principal nos hemos salvado de estas consecuencias en Suecia, ellas son, sin embargo, de naturaleza tan seria y amenazante que tenemos toda razón para protegernos contra ellas.”

Cuándo el papel vale más que el oro

El 28 de Abril se sancionó la ley y es curioso como tuvo que ser seguida de severas medidas contra el contrabando de oro que se filtraba desde los países vecinos. Si bien en Suecia no vale más moneda de oro que la de cuño nacional, rige un convenio de unión monetaria con los países escandinavos, y entonces se buscó el recurso de llevar el oro a la casa de moneda de Noruega o Dinamarca y luego de convertirlo en cuño de estos países, circulaba en Suecia. Finalmente se celebró un acuerdo entre los bancos centrales de los tres países para evitar ese procedimiento.

Sobre la cuestión principal, que es el experimento del Banco de Suecia, dice el profesor Cassel: “La exclusión del oro implica, en principio, la transición hacia un *standard* libre que será regulado sin relación con ningún metal y exclusivamente por un punto de vista nacional en tener un *standard* de valor monetario tan estable como sea posible. El proceso monetario antes de la guerra tendió durante largo tiempo a hacer del *standard* oro el tipo universal y hasta la fecha de la guerra este resultado prácticamente se había obtenido. Pero que este *standard* oro pudiera llegar a ser considerado inferior a uno papel, y que un sistema a papel llegara a tener más alto valor que el oro, esto es lo que hace extremadamente digno de atención el

resultado de la resolución provocada por el Riksbank en Febrero 1916.”

El oro puede desvalorizar el papel inflando la emisión

“Una reducción en el valor del oro, puede evidentemente, dice el profesor Cassel, causar una correspondiente reducción en el valor de un efectivo standard oro. Si la depreciación del oro está expresada en una suba general de precios de las mercaderías en el mercado mundial, es inútil para un país que se rija por efectivo standard oro empeñarse en reprimir la suba de precios dentro de sus fronteras. Durante la guerra esta simple verdad fué ardientemente explotada por los bancos centrales cuando querían defenderse de la acusación de que ellos habían forzado la suba del nivel de precios dentro del país inflando la emisión. Lo que es bastante original, los bancos centrales recibían algunas veces el apoyo de opinión de algunos economistas de estrecha visión, incapaces de percibir ampliamente el curso de los hechos. Con la experiencia que ahora hemos ganado, termina esta explicación el Prof. Cassel,— la relación entre la depreciación del oro por una parte y la de los varios sistemas fiduciarios por otra, es bien patente, y ya no puede en lo sucesivo haber duda respecto de hasta qué punto el proceso directo de inflación es responsable por la depreciación interna de la moneda papel. En lo principal esta depreciación, aun en el caso de países neutrales, debe considerarse el resultado de una inflación desarrollada independientemente en cada país. La inmediata responsabilidad por esta inflación recae en los respectivos bancos centrales. Pero ciertamente ha habido condiciones, aun en los países neutrales, que se han atravesado sobre los bancos centrales, coartando su independencia y forzando la inflación.”

La revolución de los cambios

Vamos a tratar ahora el interesante punto de la revolución en los cambios y el singular desconcierto que produjo en el mundo de los negocios la brusca e inusitada variación producida.

Aquel relativo equilibrio del intercambio comercial y aquel vínculo sólido del antiguo régimen monetario a oro, de pronto desaparecieron. Nadie podía tener rumbo ni método para cal-

cular las equivalencias de unidades monetarias a papel cuyo valor en uno y otro país era continuamente movable según fuera la intensidad del chorro de la emisión, o sea según las proporciones en que cada país creara artificial poder de compra por los procedimientos de que ya hemos tratado.

Al principio había simultáneamente la influencia de las prohibiciones de exportar y el sistema restrictivo de licencias. La gente atribuía solo a esos elementos visibles la causa del desequilibrio en los cambios y creía que, siendo causas transitorias, todo volvería a su quicio en cuanto se restableciera la paz.

Después que el comercio se inició de nuevo sobre bases de libertad normal, la lógica deductiva del público esperaba que el valor de cada moneda volviera a su antiguo tipo expresado en gramos de oro. Indudablemente no dejó de extraviar a muchos aquel impulso en sentido de valorizar la moneda que partió de Estados Unidos e Inglaterra desde fines de 1919, que fué hasta cierto punto seguido por otros países y se detuvo a principios de 1921, en momentos en que los Estados Unidos conseguían su objeto de rehabilitar el patrón oro a costa del sacrificio de una crisis, que también se produjo por igual causa en Inglaterra y provocó la reacción en los demás países europeos.

Según los datos que tomé en el Banco de Inglaterra en setiembre último, la emisión que ascendía en Diciembre de 1920 a £ 498 millones ha descendido a la fecha hasta 409, o sea una reducción de 89 millones de libras; lo cual simultáneamente con la suba del descuento valorizó la moneda, reduciendo el nivel de precios.

Esta transitoria tendencia de los cambios desde fines de 1919 a principios de 1921 fué lo que indujo a muchos a lanzarse a una especulación lamentable mediante la compra de monedas depreciadas durante guerra y que se creía debían volver a su nivel de valor. No obstante la sucesiva depreciación que se veía en monedas como los marcos, los francos franceses y belgas y las libras, a cada nueva baja el público creía que era la última y que desde ese momento tenían que empezar el curso inverso.

Cuando en ciertos países como la Argentina y el Uruguay se llegó a la par del cambio exterior a la guerra y la valori-

zación de aquellas monedas continuó su proceso, dejándonos atrás, hasta llegar a proporciones inverosímiles, nuestra confusión culminó. Se buscaba con vano empeño la explicación en la balanza de pagos, en la importación y la exportación, en la ley de la oferta y la demanda. Todo menos reconocer que nuestra moneda, con relación a las que mejoraban su valor por un proceso deliberado, estaba depreciada por razones específicas.

Dice muy gráficamente el profesor Cassel al tratar este fenómeno subjetivo de la tenacidad en buscar la explicación donde no está: "Si tenemos una mercadería notoriamente deteriorada y que obtiene un precio más bajo que la buena, es ocioso buscar la explicación en los fenómenos generales de la oferta y la demanda".

La balanza de pagos y el equilibrio del intercambio no tienen nada que ver en esto, mientras haya libertad de comerciar, mientras no se impongan por un país restricciones a la importación de los productos del otro capaces de paralizar sus ventas, mientras que el primero pueda seguir exportando fácilmente al segundo. Y en este caso los efectos son, sí, transitorios, porque un país no continúa comprando en otro en tanto que no pueda vender en él. Hay cierta sentencia económica que dice: "Si quieres vender tienes que comprar". Es cierto que en determinada medida los desequilibrios de intercambio se corrijen por los arbitrajes, pero esto mismo prueba que hay medio de mantener el nivel del tipo de cambio cuando alguna oscilación obedece a desequilibrio en el balance de pagos.

Es decir: si un país importa tanto como exporta, no puede tener desequilibrios sensibles de cambios con ningún país por razón de diferencias entre la importación y la exportación, porque las operaciones de arbitraje determinan a cada país una posición económica tal como si el resto del mundo fuera un solo otro país con el cual comercia.

La nueva par de los cambios

Así, pues, estas diferencias que hoy se observan son simplemente el espejismo de considerar como la par el tipo normal de cambio anterior a la guerra. La verdadera par de los cambios ahora es la del poder adquisitivo de cada moneda.

"Nuestro deseo de pagar cierto precio por moneda ex-

trajera, dice Cassel, debe en definitiva y esencialmente obedecer al hecho de que esa moneda posee un poder de compra contra mercaderías y servicios en tal país extranjero. Por otra parte, cuando nosotros ofrecemos tanto o cuanto de nuestra moneda, ofrecemos un poder de compra contra mercaderías y servicios en nuestro país. Esa valuación de la moneda extranjera en términos de la nuestra, por tanto, depende principalmente del relativo poder de compra de las dos monedas en sus respectivos países.”

Esto implica plantear el problema en sus términos más simples. De ahí caben, como en todas las cosas, excepciones que deben ser materia de especial investigación en cada caso.

Por ejemplo: Las diferencias entre la situación económica de los países particularmente en cuanto a transportes y tarifas aduaneras, pueden producir una desviación en el nivel del cambio normal, o sea del cociente del intrínseco poder adquisitivo de las dos monedas”. Por eso, “en vista de la naturaleza complicada del asunto es difícil fijar este tipo de cambio teóricamente.”

Teorema de la paridad del cambio

Pero, sin embargo, siendo el comercio libre normal entre dos países A y B cierto tipo de cambio se establecerá entre ellos, y, aparte de ligeras fluctuaciones, ese tipo permanecerá inalterado mientras no ocurran variaciones en el intrínseco poder de compra de cada moneda y no se opongan obstáculos en la vía del comercio. Pero si se produce una inflación en la moneda del país A, y en consecuencia se reduce su poder de compra, el valor de la moneda del país A en el país B bajará en igual proporción. Si la moneda del país B al mismo tiempo ha sufrido inflación y su poder adquisitivo se reduce, es obvio que la valuación de la moneda del país A en el país B experimente una suba en idéntica proporción. Sí, por ejemplo, la inflación en A llegó a la proporción de 320 a 100 y la inflación en B llega a 240 a 100, el nuevo tipo de cambio (tomando la cotización de la moneda de A en el país B) será los $\frac{3}{4}$ de la antigua tasa. De ahí la siguiente regla: *Cuando dos monedas fiduciarias han sufrido inflación, el tipo normal de cambio será igual a la antigua tasa multiplicada por el cociente entre los grados de inflación de los países.”*

Tres ejemplos citados por Cassel, tomando diversos mo-

mentos de los grados de inflación en Estados Unidos e Inglaterra, según índices numéricos de los precios, confirman la regla. En el primer caso, el índice de precios en Inglaterra es 320 y en Estados Unidos 240 y el tipo de cambio era de 25 % contra la £; en el 2.º caso los índices respectivos eran 182 y 151 y el cambio indicaba 17 % contra la £; en el 3.er caso los índices son 304 y 272 y el cambio estaba a 10.53 en favor del dólar. z

Habrà siempre naturalmente desviaciones, — dice Cassel, — y en algunos períodos de transición ellas pueden llegar a ser grandes, pero los tipos de cambio que han sido calculados por el método expuesto pueden considerarse como la nueva paridad entre las dos monedas, y a cuyo punto de equilibrio tenderán siempre las tasas del cambio, a pesar de las temporarias fluctuaciones.”

Si consideramos el problema de los tipos de cambio desde este punto de vista, ya no hay razón para creer que los cambios en el mundo volverán algún día a su antigua paridad. Esas cifras de la antigua paridad han perdido su significación; solo tienen hoy un interés histórico y no pueden por más tiempo ser consideradas como normales. Las continuas referencias que se hacen respecto de ellas con un serio obstáculo en la vía de un claro entendimiento de lo que en realidad ha ocurrido con las monedas del mundo.”

Las fórmulas de normalización

En cuanto a las fórmulas de normalización definida de la situación monetaria mundial, son: la vuelta al régimen del patrón oro con la vieja unidad monetaria anterior a la guerra, o bien el establecimiento del régimen oro después de fijar nueva unidad monetaria que represente la estabilización del estado económico actual.

Desde luego, parece que hay países que se hallan en condiciones de solucionar su estabilización monetaria por el primer procedimiento, en tanto que otros no pueden llegar a él. Países que tienen ya su cambio a la par con Estados Unidos, como Holanda, Suiza y Suecia, o que está poca diferencia, como España, quedarían con su anterior unidad. Los que han llegado a un grado considerable de inflación, como Francia e Italia, por fuerza tienen que fijar la unidad real del momento en que se resuelva la estabilización.

A los que tengan alguna duda al respecto de este último les diremos que no es solo una fórmula del profesor Cassel, demostrada con clarividencia científica, sino que es la solución que registran también los anales monetarios del mundo. Cuando la República Argentina, por citar el ejemplo más próximo, estabilizó su moneda al cambio de 44 centavos oro por cada peso papel, no hizo más que aplicar el precedente de otras naciones.

La razón es lo que ya expusimos al principio; esto es: que cuando la inflación ha reducido el valor de la moneda en una proporción considerable, el valorizarla en igual proporción implica conmovier la nueva armazón económica con el resultado de una crisis que siembra perjuicios infinitos. Y después de todo, ¿para qué? ¿Que le representa a un país tal unidad mejor que cualquier otra? Reconocemos que en muchas personas hay cierto fanatismo a este respecto y en otras predomina un temor al qué dirán, que dirá el pueblo a quien se le hizo creer que la moneda no era lo que se depreciaba, sino que los precios subían por causa de los pícaros comerciantes y los cambios se alteraban y bajaban o subían por manejos de los banqueros ambiciosos!

La estabilización monetaria

Dice el profesor Cassel que en la Conferencia económica de Londres en 1921 él, como delegado, advirtió el daño que se estaba causando al mundo con la política desinflacionista de Estados Unidos e Inglaterra e indicó la conveniencia de optar por la estabilización. Notó en seguida que su impresión era ampliamente compartida por la mayoría de la asamblea, pero que ninguno de los delegados se atrevía a sostener en público lo que creía en privado si se trataba de que fuera su país el que debía alterar la unidad monetaria, porque sería una cofesión ingrata al pueblo. El comentario de Cassel es el siguiente: "La opinión pública, después de la guerra, se place en ser gobernada con ilusiones y frases".

Hemos notado nosotros, sin embargo, que en Inglaterra, mientras hay políticos que se empeñan en hacer creer a la opinión que la causa de los desocupados está en la cuestión del Ruhr, por otro lado el Banco de Inglaterra bajó el tipo de descuento este año a 4 % y la preocupación del invierno que empieza y que sorprenderá sin trabajo todavía a 1.300.000

personas, promoverá por fuerza algunas medidas un tanto inflacionistas. Lo mismo debe suceder en los Estados Unidos donde el efecto es mayor tal vez.

En la última Conferencia de Génova se recomendó la vuelta al régimen del standard oro. Pero no se dice cómo. La fórmula de Cassel es que se establezca una especie de "Centro de estabilización" que podría ser, primero, la nivelación de cambios entre la libra y el dólar, o sea un nivel céntrico constituido por los dos grandes mercados de oro.

La equiparación de los cambios entre esos dos países se puede obtener por un acuerdo entre ellos para fijar un nivel común en el índice de los precios. Si Estados Unidos ha bajado su nivel a 150 e Inglaterra está en 180, un poco de acción combinada de cada parte los lleva a una cifra equivalente y entonces Inglaterra puede restablecer la conversión.

Luego todos los países buscarían su nivel por la fórmula que les conviniera. Los que están a la par desde ahora tendrían su situación resuelta; los que no están muy lejos de la par llegarían a ella por la conocida táctica del crédito; y, finalmente los que se han alejado sensiblemente de la par, estabilizarían su moneda con la unidad resultante de la situación en que el momento los encuentra.

Esto es lo que salvaría al mundo de nuevas sacudidas y desastres.

En cuanto a la situación de la Argentina y el Uruguay, que después de lo que acabamos de exponer despertará un interés concreto muy justificado, tiene que ser materia de otra conferencia, en la cual se puntualizará todo lo característico de las condiciones monetarias en que nos ha dejado la guerra, y se examinará los fenómenos económicos y las repercusiones financieras de esta situación.

PEDRO COSIO.

ex-Ministro de Hacienda del Uruguay.