

BIBLIOTECA DE CULTURA POLÍTICA

EL PROBLEMA
DE LA
ESTABILIZACIÓN

o
El medio de lograr un régimen monetario fijo

POR EL

Dr. GUSTAV CASSEL

Profesor de la Universidad de Estocolmo

TRADUCIDO DE LA VERSIÓN ALEMANA DEL Dr. MAX MEHLEN

POR

ENRIQUE RODRÍGUEZ MATA

Catedrático de Economía en la Universidad de Zaragoza



EDITORIAL LABOR, S. A.

M A D R I D - BARCELONA - BUENOS AIRES

1932

**Es propiedad. Queda hecho
el depósito que marca la ley**

PRÓLOGO

Desde que se publicó mi libro *Penningsvasendet efter 1914* («El dinero y el cambio exterior desde 1914»), en la primavera de 1922 han ocurrido tantas cosas en lo que se refiere al régimen monetario y se han suscitado tan importantes discusiones que parece necesario completar ese trabajo y ponerlo al día. Fundándose en la estabilidad, en cuya fase han entrado ya los sistemas monetarios del mundo a pesar de todas las dificultades e inseguridades aún existentes, este trabajo tiene que ser en esencia un análisis del problema de la estabilización y un examen de la posición que adoptan hoy los distintos países frente a ese problema. Un trabajo de este tipo tiene importancia práctica directa para los que en cualquier respecto están obligados a formarse una idea sobre el contenido teórico y práctico de dicho problema.

La exposición que hago en las siguientes páginas dimana en lo esencial de las investigaciones sobre los sistemas monetarios de determinados países, para cuya tarea se me ofreció especial oportunidad, y de mi participación en las discusiones sobre los problemas internacionales ligados a la estabilización. Se ha conservado la forma y extensión requeridas por el modo cómo fué originado este estudio, con lo cual creo que gana su exposición. Por ello no me he esforzado en desarrollar íntegramente la situación valutaria de los distintos países; creo, sin embargo, que he tenido en cuenta todo lo necesario para exponer de una manera, en cierto modo completa, el problema de la estabilización.

Gustav Cassel.

ADVERTENCIA DEL EDITOR

Durante la preparación de la edición española de la obra de CASSEL, se han producido en la situación valutaria mundial acontecimientos de trascendental importancia, que contribuyen a acrecer más aún el valor de publicaciones como la presente. Con objeto de dar una somera y objetiva idea de esos sucesos, la obra va adicionada de un breve Apéndice cuyo conocimiento recomendamos al lector.

Diciembre 1931.

INDICE DE MATERIAS

I

El programa de la estabilización

	Págs.
Estabilización o revaloración del dinero	9
Determinación precisa del programa de la estabilización.....	21
La estabilización del valor del oro	30

II

El procedimiento para llegar a la estabilización

Falsas ideas	44
Premisas de la estabilización	48
Estabilización del valor del dinero, en el mercado interior.....	52
Consunción de capital	60
Dinámica internacional del capital	71
El procedimiento para llegar a la estabilización de la unidad monetaria	79

III

Posición de la política valutaria actual respecto al problema de la estabilización

El restablecimiento del patrón oro internacional (Inglaterra, Estados Unidos)	87
Estabilización a la antigua paridad oro (Suiza, Holanda, Suecia) ..	109
Resistencia contra el programa de la estabilización (Países latinos, Noruega y Dinamarca)	128
Estabilización de una paridad reducida (Finlandia, Alemania)..	148
Nota adicional	169

El programa de la estabilización

Estabilización o revaloración del dinero

Después de las enormes perturbaciones que en todos los países ha experimentado el dinero durante la época de la Guerra y de la Postguerra, se plantea nuevamente al mundo la cuestión de volver a implantar un dinero estable. En muchos países alcanzó la inflación su grado máximo en el año 1920, y a partir de esa fecha atravesaron una época de deflación más o menos fuerte que, no obstante, no logró en ninguna parte elevar el valor del dinero al nivel que había alcanzado antes de la Guerra. Solamente los Estados Unidos de América del Norte restablecieron el patrón oro al tipo de su antigua paridad; pero como también el valor del oro se ha reducido, llegando a un nivel muy inferior al de antes de la Guerra, resulta que el restablecimiento de la paridad oro en modo alguno equivale al restablecimiento del valor que antes de la Guerra tenía el dinero. Ahora bien, ese proceso de deflación a que aludimos se ha paralizado, y se ha logrado en el mundo una cierta estabilidad del dinero. Incluso los países que forzaron la inflación a las cifras más elevadas, lograron después llegar a una situación de estabilidad sin deflación propiamente dicha. El mundo ha entrado ya en una fase de relativa estabilización del valor del dinero y apenas se da el fenómeno de una marcada inflación o deflación. Pero justamente esta circunstancia da al problema de la estabilización definitiva una actualidad completamente distinta a la que tuvo en los años inmediatamente anteriores, constituyendo una necesidad práctica el dedicar a este problema un estudio detallado.

Por todas partes se discute el problema de la estabilización, colocándose naturalmente en primer término la cuestión del programa a desarrollar. Las opiniones difieren mucho a este respecto. Mientras unos recomiendan estabilizar el valor del dinero al tipo actual, otros,

aferrándose a esperanzas más o menos precisas, apetece restablecer la paridad de antes de la Guerra. La primera posición tiene el carácter de un programa económico práctico en el que se da la principal importancia al restablecimiento del valor del dinero, lo más pronto que sea posible, a un tipo prácticamente aplicable sobre el cual se pueda edificar el futuro económico. La segunda posición, dominada por un aspecto sentimental y orientada hacia el pasado, da la principal importancia a motivos tradicionales que hablan en pro del restablecimiento de lo antes existente. Está determinada en gran medida por la ilusión, alimentada sistemáticamente durante todo el período de la inflación, de que sólo se trataba de un ocasional aumento de precios, provocado por circunstancias externas, y no de una desvaloración efectiva e intrínseca del dinero. Se procura de tal modo mantener la ficción de que bastaría simplemente una suspensión circunstancial del reembolso de los billetes en oro, y que se volvería a la paridad oro con una cierta necesidad natural en cuanto se restableciera una situación normal. Susténtase la idea de que el valor del dinero antes de la Guerra hay que considerarlo aún como el normal. Sencillamente quiere ignorarse que el valor del dinero se ha reducido definitivamente situándose sobre bases completamente distintas, y que la revaloración implicaría ahora una nueva y violenta transformación de la situación económica realmente existente.

El programa de la revaloración del dinero descansa, en último término, en una falsa idea de la naturaleza del dinero. En esencia, el dinero no es otra cosa que un instrumento que la sociedad necesita para poder funcionar. El interés de la colectividad requiere que este instrumento funcione bien. La primera exigencia que se plantea al dinero, como instrumento de la economía social, es la de que tenga estabilidad. Si el dinero pierde su estabilidad, hay que volver a restablecerla tan rápidamente como sea posible. A qué tipo se ha de lograr esta nueva estabilidad, es una cuestión de secundaria importancia. Si se quiere volver rápidamente y con el mínimo de trastornos a tener un dinero utilizable, habrá que tender a estabilizar el valor del dinero aproximadamente al nivel a que se halle de momento.

Esta concepción parecería completamente natural al gran público si desde el principio se hubiera habituado a considerar el dinero, en primer término, como una escala o unidad de cuenta. Pero el dinero, en realidad, es aún algo más. Es, al propio tiempo, medio de pago con poder liberatorio en la escala de cuenta existente. Esta

circunstancia, por sí misma, no fundamentaría tampoco la aspiración de procurarse un nuevo dinero de mayor valor, pues el medio de pago actual, con poder liberatorio según la actual escala de valores, puede, en general, satisfacer su función, y la provisión de la economía con tales medios de pago es aproximadamente tan grande como se necesita para que la unidad de dinero pueda conservar el valor que realmente tiene. En realidad, es una circunstancia más bien formal la que hace que nos sintamos obligados a revalorar el dinero al tipo antiguo, es a saber, que el medio de pago realmente circulante está ligado a una determinada cantidad de oro que representaba la unidad de dinero antes de la Guerra. Sería, pues, esta circunstancia formal — que, en realidad, tiene muy poco que ver con el dinero realmente existente — la que incitaría a un país a hacer ahora una nueva y desconcertante transformación, a fin de restablecer la relación que antes de la Guerra existía entre el dinero y el oro. Ello equivaldría a prescindir completamente de los hechos haciendo a los hombres esclavos del dinero en lugar de hacer del dinero un instrumento del hombre.

Pero se dice: los billetes, que constituyen medios de pago de un país, contienen la obligación de ser reembolsados en oro, y esta obligación no puede quebrantarse. Frente a tal argumentación hay que recordar, en primer término, que los billetes son obligaciones del Banco de emisión, y por muy importante que sea el cumplimiento de las obligaciones del Banco de emisión, especialmente desde el punto de vista del propio Banco, no se puede tratar una cuestión tan fundamental como la del dinero de un país desde el punto de vista del Banco de emisión. Hay que recordar, además, que el Banco ha quebrantado, desde hace tiempo, su obligación al respecto, y nada de lo que el Banco pueda hacer después impedirá que el quebrantamiento se haya cometido. Los billetes se transmiten de mano en mano, y, por lo general, los conserva en su poder la misma persona durante un tiempo muy corto. Los tenedores actuales de billetes los han aceptado, en su mayor parte, cuando ya tenían su valor actual, muy reducido, y no pueden hacer valer frente al Banco ningún derecho para dar de nuevo al billete un mayor valor. Por tal procedimiento, el Banco haría al tenedor actual del billete un regalo que éste en modo alguno ha merecido. En general, la gente no ha experimentado los daños efectivos de la desvaloración del dinero durante el período de inflación por tener billetes que habían perdido de valor, pues la desvaloración que pudo acaecer durante el tiempo, la mayor parte de las veces muy

corto en que el tenedor en cuestión tuvo los billetes en su poder, es tan insignificante que no se puede tener en cuenta. Sólo con una inflación de tipo análogo a la última fase del período de inflación en Alemania, puede ocasionar la desvaloración del dinero una pérdida considerable al tenedor eventual del billete. Por consiguiente, es absolutamente erróneo considerar el problema de la desvaloración del dinero esencialmente desde el punto de vista del quebrantamiento de la promesa del Banco de emisión de reembolsar sus billetes en oro, y en general desde cualquier punto de vista en que los billetes aparezcan en primer término como un título corriente de deuda.

Los daños efectivos que se ocasionaron a todos y cada uno por la inflación no radican en la disminución de valor del medio de pago, sino en la disminución de valor que afectó a toda la renta y al patrimonio, nominalmente expresados en la unidad monetaria. Esta disminución de valor es la que convierte la inflación en un sistemático despojo del público, como lo es efectivamente, y tiene que serlo, cuando consiga su fin general de crear poder adquisitivo para la satisfacción de necesidades que no pueden satisfacerse de otro modo. La enorme injusticia así cometida pertenece ya en lo esencial a la historia y hay que procurar que no vuelva a repetirse. Aproximadamente durante un decenio, la desvaloración del dinero ha significado, para una masa de hombres, una disminución de su renta real, muy importante a veces. La injusticia cometida con estos hombres no puede nadie repararla, y de hecho nadie piensa en ello. Lo más a que aspira el programa de la revaloración del dinero es a restablecer para el futuro el poder adquisitivo de la renta expresado en dinero, y, sobre todo, a elevar el valor de los créditos antiguos al que tenían antes de la Guerra. Pero como una gran parte de los hombres que poseían estos créditos ha muerto ya, o morirá antes de que se les pueda hacer justicia al respecto, y otra parte muy importante de los acreedores de tales títulos los ha cambiado voluntariamente por otros bienes, o se ha visto obligada por la inflación a vender tales créditos y consumir lo obtenido en la venta, el restablecimiento de la equidad a este respecto sólo afectaría a muy pocos.

Ciertamente, un restablecimiento de la equidad, por pequeño que sea, es preferible a una total carencia de equidad cuando aquélla es posible sin cometer una nueva injusticia que quizá fuese aún más grave que la primera. Y justamente esto es lo que ocurriría de seguro si se intentase elevar a la antigua paridad un dinero fuertemente re-

ducido de valor. Se elevaría en tal caso y de un modo completamente arbitrario el valor de una gran cantidad de créditos; se haría así a sus tenedores un regalo completamente injustificado y se impondría a los deudores una deuda extra, igualmente injustificada. La importancia de las nuevas injusticias de tal modo cometidas será tanto más manifiesta cuanto mayor sea el tiempo que haya durado la baja de valor del dinero y cuanto mayor la pérdida que haya experimentado el valor que se trate de restablecer. Un cálculo exacto de los efectos de tal revaloración sobre las deudas antiguas y modernas no se puede efectuar jamás, pero siempre es útil formarse una idea cuantitativa de ese fenómeno.

La suma principal de los débitos que existen en un momento dado en un país es de fecha relativamente reciente. Las deudas comerciales son, por lo general, a corto plazo, y lo mismo ocurre con las deudas del público a los Bancos. Las deudas a corto plazo constituyen la mayor parte de las deudas existentes en un momento dado en un país. A fines de septiembre de 1923, las deudas del público a los Bancos, en Suecia, ascendían a 4741 millones de coronas. En esa fecha, las obligaciones suecas en poder de los nacionales se estimaban aproximadamente en 4000 millones. Pero tampoco esta deuda en obligaciones es deuda de fecha antigua en su mayor parte. A fines de 1913 la deuda del Estado sueco ascendía a 623 millones de coronas. A fines de 1923 se había elevado a 1643 millones. Por consiguiente, en ese período de diez años ascendió en algo más de 1000 millones, es decir, en mucho más que el total importe de la deuda en 1913. Esa nueva deuda de más de 1000 millones se ha contraído casi en absoluto en una moneda más o menos depreciada. La revaloración del dinero significaría, por tanto, para los acreedores del Estado posteriores al año 1913 un privilegio completamente injustificado, y consiguientemente un gravamen análogo, e injustificado también, para el contribuyente. Hay que tener en cuenta, además, que los antiguos títulos de crédito han pasado a poder de otros acreedores en un gran número de casos, y, por consiguiente, es imposible indemnizar a los primitivos tenedores. Éstos perdieron una gran parte de su patrimonio por la disminución del valor del dinero durante la época de la inflación. La importancia que pueda tener esta circunstancia en el caso que nos ocupa, se apreciará mejor examinando las cifras relativas a las obligaciones del Estado sueco. Se estima que en el año 1913 las obligaciones del Estado sueco en el interior ascendían a 52 millones de coronas. Hoy se estima que ascenderá

esa suma a 1250 millones (*Affärsvärlden* de 3 de octubre de 1923). Como naturalmente también ha habido una transmisión de propiedad para una parte de las obligaciones del Estado circulantes en 1913, se puede decir, con un cierto consuelo, que el crédito total que frente al Estado sueco poseen los tenedores de obligaciones, se ha contraído durante un período en que el dinero tenía menor valor. Los que rescataron del extranjero tales obligaciones, las compraron no sólo con un dinero de menor valor, sino que las pagaron también a un curso muy reducido. En gran parte de ellas, apenas se pagó la mitad del valor nominal de las obligaciones.

Lo que acabamos de decir sobre la deuda de Suecia puede seguramente afirmarse con carácter general de casi todos los países. En los países que intervinieron en la Guerra, una parte aún mucho mayor de la carga de deuda ahora existente se ha contraído naturalmente en la época de la Guerra y la Postguerra, es decir, en una moneda ya desvalorada. Tratar de elevar el valor del dinero de un país en tales circunstancias, para satisfacer a los tenedores de obligaciones y de créditos, parece realmente algo extraordinariamente absurdo.

Por lo demás, es característico de la confusión en el programa de la revaloración del dinero el no tener en cuenta de un modo preciso si lo que se trata de restablecer es el primitivo valor del dinero o solamente la primitiva paridad oro. La diferencia entre estos términos es muy grande, puesto que el valor actual del oro apenas alcanza a las dos terceras partes del valor que tenía antes de la Guerra. Si realmente nos quisiéramos colocar en el punto de vista de que las gentes que prestaron dinero antes de la Guerra tuvieran el derecho de reclamar el mismo valor real que prestaron, y que este derecho se garantizase por el restablecimiento del antiguo valor del dinero, entonces esta revaloración equivaldría necesariamente a un restablecimiento efectivo del valor del dinero de antes de la Guerra. Si nos contentamos con el restablecimiento de la paridad oro, entonces los acreedores de la época anterior a la Guerra perderían, en todo caso, una tercera parte de sus créditos. La imposibilidad de éxito de una política valutaria que tuviera por misión satisfacer a los antiguos acreedores se subraya, pues, por esa consideración.

Si por una repentina y fuerte deflación se elevase extraordinariamente el poder adquisitivo interno de la unidad monetaria, el aumento de la carga real que se provocaría para todas las obligaciones de deuda existentes ejercería sobre la gran masa de los deudores un

efecto enormemente opresor. Tal modificación de la carga real en las obligaciones a corto plazo que se contraen en la vida del tráfico diario produciría, sin duda, en gran medida, un efecto completamente ruinoso. Ello es tan manifiesto que incluso los defensores de la política de revaloración no dejan de ver el peligro que significa. Creen poder evitarlo cuando declaran que el proceso de deflación debiera llevarse a cabo, según ellos, con suma cautela y tardando en llegar al fin apetecido un período de tiempo muy largo, de unos diez a veinte años. Este programa tiene comúnmente la virtualidad de rebatir todos los inconvenientes, pero, por desgracia, es completamente insostenible. En primer lugar es imposible, según todas las probabilidades, llevar a cabo tan lento proceso de deflación durante una larga serie de años. Aun en el supuesto de que el público se dejase convencer con la promesa de que se iba seriamente a la elevación del valor del dinero, o, con otras palabras, a reducir realmente el nivel de precios, se apoderaría del público una gran desconfianza, se produciría una crisis económica y bajaría fuertemente el nivel de precios. La experiencia de los últimos años ha reforzado la exactitud de esta concepción que yo había formulado hace tiempo. Tanto en los Estados Unidos como en Suecia el proceso de deflación siguió ese violento desarrollo simplemente porque el público se hizo a la idea de que real y efectivamente se realizaría el programa de la revaloración del dinero. Los que se apasionan por tal revaloración obrarían, pues, con prudencia renunciando a las ilusiones de un tránsito lento e imperceptible, dándose clara cuenta de que con su programa exigen, en realidad, que quienes dirigen la política valutaria del país provoquen intencionadamente una fuerte crisis económica para poder reducir el nivel de precios.

Pero aun cuando fuese posible llevar a cabo una deflación lenta, en un período de diez años, por ejemplo, en forma que doblase el valor del dinero, tal política valutaria suscitaría no menos reparos. El programa implicaría que toda deuda contraída ahora por diez años, en esa hipótesis, habría que restituirla a su vencimiento por el doble de su valor real. Si el público se convenciere realmente de que se realizaría tal programa, ello influiría seguramente alejándole de contraer nuevas deudas, lo que significaría que una gran parte de la producción que trabaja a largo plazo se paralizaría y, por consiguiente, se produciría en la vida económica una fuerte depresión. A la depresión seguiría el paro, el aumento de los gastos sociales y la disminución de los ingresos del Estado, con lo cual se comprometería el equilibrio del

presupuesto, que, como más adelante veremos, constituye el primer supuesto para el restablecimiento de la estabilidad del dinero.

Por lo demás, todos los que se apasionan por la equidad debieran meditar seriamente hasta qué punto puede atribuirse ese carácter a un sistema que durante largo tiempo obligaría, en el futuro, a todo nuevo deudor a restituir su deuda en un valor pecuniario mayor y, por consiguiente, a devolver más de lo que recibió prestado. Formular conscientemente tal ordenación jurídica constituiría, en verdad, la mayor injusticia.

Tales consideraciones muestran que no es fácil considerar el problema valutarario únicamente desde el punto de vista de la justicia. El bienestar económico de la nación para el futuro, y su seguridad jurídica, son infinitamente mucho más importantes que la aspiración de reintegrar en la plenitud de su derecho a los acreedores de una época ya pasada. Si la política valutararia, en general, debe tener en cuenta su influencia sobre el valor de las distintas obligaciones de deuda, debe en todo caso dar la principal importancia a las obligaciones futuras, esto es, a las que se contraigan en lo futuro. Es de la mayor importancia que estas obligaciones adopten las formas más seguras imaginables, puesto que de ello depende que sea posible o no el nuevo florecimiento de la vida económica. La seguridad de las formas implica en primer término un dinero estable. Si alguien estimase que tal argumentación acentúa demasiado el punto de vista práctico-económico a costa de los intereses éticos que reclaman la garantía de la justicia, medite que la crisis económica, que inevitablemente se provocaría por la deflación, conduciría, en gran número de casos, a la insolvencia. En todos los países que han recurrido a la deflación existe a este respecto un gran cúmulo de tristes experiencias. Si el deudor queda arruinado, seguramente tendrá pocos motivos para alegrarse por el restablecimiento del mayor valor real de su deuda logrado por la revaloración del dinero. Hay que recordar, por último, a este respecto, que no sólo los tenedores de créditos tienen un interés legítimo en conservar intacto su capital. Igual interés tienen también los empresarios y toda la masa de tenedores de acciones. Un proceso de deflación que restableciese la justicia para un pequeño número de acreedores, pero que arruinase a la gran masa de poseedores de acciones, no es posible que tenga la pretensión, en conjunto, de satisfacer en mayor medida la justicia social. En Suecia se ha producido con especial relieve este efecto de la deflación.

En realidad, todo el problema valutarario frente al postulado de justicia con respecto a los poseedores de créditos antiguos es, en esencia, ajeno en absoluto a la misión práctica que actualmente tiene en todo país una importancia incomparablemente mayor, es a saber: la de crear un dinero estable. Para la sociedad se trata simplemente de procurarse, tan pronto como sea posible, un instrumento que funcione bien. A este respecto, la estabilidad es el alfa y el omega del sistema monetario. De aquí que necesariamente su misión tenga que consistir en procurar la estabilidad tan rápidamente como sea posible con un mínimo de alteraciones en las relaciones existentes. La cuestión relativa al efecto que tal política ejercería sobre los créditos de antigua fecha, no necesita ser tomada en consideración a este respecto. Si se cree que se puede hacer algo para la solución de ese problema, inténtese por medio de un sistema de compensaciones a los que manifiestamente hayan sufrido perjuicios. Alemania ha hecho ensayos en este sentido después de implantar la estabilización. Las dificultades son, sin duda enormes, pero no se atenúan involucrando esta cuestión con el problema del restablecimiento de un dinero estable.

No es la dificultad del problema en sí mismo lo que hace que no se logre difundir la comprensión respecto a las exigencias de un tratamiento racional del problema valutarario actual, sino la circunstancia de que se entremezclan puntos de vista ajenos al problema, y que, como ya he dicho, se da la preferencia a circunstancias sentimentales en lugar de proceder conforme a un juicio claro y sereno. Hay, ante todo, un factor que a este respecto se hace valer, incluso con más fuerza que toda consideración del postulado de la justicia, es a saber: la idea de que el prestigio, por no decir el honor de la nación, obliga a ésta de algún modo al programa de la revaloración del dinero. Las gentes se han habituado a la idea de que hay algo nacionalmente depresivo en que la unidad monetaria de un país se valore más bajo que antes de la Guerra en relación con las monedas de otros países, y el orgullo nacional parece reclamar con una cierta unanimidad que se eleve la propia moneda a la paridad con la de esos otros países. Frente a tal manera de enjuiciar el problema hay que recordar de nuevo que la magnitud de la unidad de cuenta en que un país mide sus valores es en absoluto y completamente indiferente, y que no se afecta en lo más mínimo el honor por emplear una unidad de valor mayor o menor. A nadie antes de la Guerra se le ocurrió la idea peregrina de que Francia, en comparación con Inglaterra, ocupase en ningún respecto un

rango inferior por el hecho de que se sirviese de una moneda cuya unidad sólo equivalía a 1/25 de la unidad inglesa.

Las gentes, no obstante, se han habituado a la idea de que la depreciación de la moneda de un país equivale a una bancarrota del Estado, y que tal medida desacredita inevitablemente al país. Naturalmente esta concepción no es en sí misma exacta, pero contiene un fondo de verdad, es a saber: que un Estado que así procede rehusa el reembolso de sus obligaciones por su valor originario. Pero como tal reembolso, según hemos visto, no satisface la equidad ideal, sino que impone a los contribuyentes del país una carga completamente inmotivada e irritante, pierde este punto de vista lo esencial de su significación. Añádase a esto que tal cuestión es fundamentalmente una cuestión de orden interior; una cuestión que afecta a la distribución de la propiedad y de la renta en el interior del país. Las grandes deudas extranjeras que gravan hoy a muchos países se han concertado casi totalmente en la moneda del país acreedor. Un momento de serena meditación bastaría para aclarar completamente la idea de que el honor de un país no puede lesionarse en modo alguno porque su moneda se estabilice al valor que posea en ese momento. La desvaloración monetaria fué sin duda perjudicial en muchos respectos y pudo ciertamente haber contribuído también a disminuir el prestigio del país de que gozaba respecto a su situación y solidez económicas. Pero eso es otro problema, y cosa que pertenece ya al pasado. Los daños así causados no podrían darse por reparados inaugurando una política tan irracional como la que significaría el ensayo de elevar de nuevo el valor del dinero.

Los que tan ardentemente se aferran a su opinión de que el honor nacional obliga al restablecimiento del antiguo valor del dinero parten naturalmente de la idea general según la cual la honorabilidad en los negocios requiere que las obligaciones se cumplan exactamente ateniéndose a su significación efectiva y real. Estiman, pues, que su política de revaloración fomenta tal honorabilidad. Pero antes de decidirse a defender con tanto celo tal programa, sería muy conveniente que meditasen si el honor de una nación es realmente compatible con una política que para el porvenir, quizá durante uno o varios decenios, tiende a engañar sistemáticamente a todos los deudores que de momento o en el futuro contraigan deudas, y les obligue a reembolsarlas a un valor real más elevado. Si la cuestión se considerase desde este punto de vista, la elección en el problema de la po-

lítica valutaria no podría ser dudosa para un hombre que pensase en práctico.

Es, pues, una característica de toda la discusión actual en torno al problema valutario que la gente en general no quiere verlo como en realidad se presenta. Se cierran los ojos ante sus aspectos enojosos y se hacen bellas frases sobre los aspectos más agradables de la política que se recomienda. Expresión típica de lo que decimos es que los partidarios de la política de revaloración hablan siempre de la elevación del valor del dinero, pero no de la baja del nivel general de los precios, aunque ésto es una y la misma cosa, al menos por lo que respecta al valor de la moneda en el interior del país. Cuando un hombre sube a la tribuna y se pronuncia en el sentido de que hay que elevar la moneda a su primitivo valor, halaga al público y éste le otorgará su aplauso. Pero si recomendase una política que tendiese a reducir paulatinamente no sólo todos los precios de las mercancías, sino también los sueldos de los funcionarios e incluso los salarios, y no contento con esto recomendase la elevación de todas las cargas por deudas, tanto públicas como privadas, probablemente no cosecharía ningún aplauso. Nada puede probar mejor en qué mundo de irrealidades se mueven, por lo general, los que recomiendan el programa de la revaloración.

La falta de sentido práctico con que se trata esta cuestión se manifiesta también en el hecho de que todas sus dificultades, que no cabe negar de plano, se aplazan siempre para un futuro incierto. Por ello se advierte siempre que el programa de la revaloración requiere mucho tiempo, pero que la nación debe resistir. De este modo se produce una impresión de confianza; pero al observador sereno no se le oculta que con ello se aplazan para un futuro incierto no sólo las dificultades reales, sino también las medidas efectivas para superarlas. Por lo general, de momento no se toma medida alguna. Tal política valutaria tiene que fracasar necesariamente. Cuanto más se retrase tanto más se acomoda el público, en todos los respectos, al valor de la moneda existente, tanto más se esfuma en el público el primitivo valor del dinero hasta convertirse en un mero recuerdo histórico, y tanto más seguro es que tarde o temprano se renuncie a todo el programa de la revaloración. Los aspectos perjudiciales de la revaloración serán cada vez más notorios para el público, y, especialmente, un sereno examen de la situación financiera del Estado hará ver con claridad, al menos en los países cuya deuda es muy elevada, que una elevación del valor

del dinero, que agravara la carga real de la deuda pública, no podría llevarse a cabo porque imposibilitaría a la economía soportar tales deudas. Una política de deflación, que seguramente conduciría a la bancarrota del Estado, es, pues, demasiado absurda para poder ser tomada prácticamente en consideración. Una política persistente de deflación, e incluso el temor de que tal política pueda implantarse, hará imposible todo progreso económico, y no sobrevendrán aquellas coyunturas favorables que siempre esperan los partidarios del programa de la revaloración como factores naturales que coadyuvan a la elevación del valor del dinero. Después de producidos serios daños y graves inquietudes, no quedará otro recurso que suspender el programa de la revaloración. Naturalmente, no podría entonces evitarse, en consecuencia, que tal manera de tratar la cuestión perjudicase en cierto modo al prestigio de la nación. Pero aún quedaría indudablemente más dañado ese prestigio si se siguiera hablando del restablecimiento del valor primitivo de la moneda sin hacer ningún intento serio para conseguir tal fin, o, por lo menos, otro más modesto: el de estabilizar el valor del dinero al nivel que de momento tenga. Semejante proceder demostraría tanta falta de seriedad como de sentido, e inevitablemente dañaría al prestigio de la nación.

En toda esta discusión suelen ignorarse con excesiva facilidad los peligros que se corren al respecto con el continuo aplazamiento de la decisión. La vida económica del país sufre necesariamente al carecer de base segura para un dinero estable. En tanto no se dé solución definitiva a la cuestión valutaria, seguirá siendo un problema político en el que se entrecruzan distintos intereses políticos que procurarán hacerse valer en uno u otro aspecto. Un sistema valutario expuesto a tales influencias jamás podrá inspirar confianza y jamás podrá constituir la base fija que necesariamente exige la vida económica actual para un nuevo resurgimiento. Las dificultades económicas y financieras que podría provocar tal situación de incertidumbre no se pueden calcular previamente, ni dominar con seguridad. No es absolutamente imposible que se aumenten con exceso las dificultades financieras del Estado deslizándose con ello al país a un nuevo período de inflación en forma tal que las aspiraciones de elevación del valor del dinero se resuelvan en definitiva en reducción del mismo. En las páginas sucesivas tendremos ocasión de estudiar más de un caso de éstos.

El aplazamiento de la estabilización definitiva para un futuro incierto no sólo es extraordinariamente nocivo para la economía del

país en cuestión, sino que tiene también consecuencias lamentables para la economía mundial. Imaginémosnos que hubieran procedido de tal modo todos los países que trabajan hoy con monedas depreciadas. En tal caso se habría hecho imposible para una larga época toda estabilización de las cotizaciones, con lo cual habrían disminuído muy notablemente las esperanzas de poder llegar al saneamiento de la economía mundial. Todos los países tienen un interés común en el resurgimiento del comercio mundial, y consiguientemente también en que se dé lo más pronto posible una base fija al dinero internacional. Ello, empero, sólo puede lograrse estabilizando cada país su propio dinero, dando a la cotización firmes posiciones de equilibrio. Siendo éste un interés común, todos los países deben contribuir a la consecución del fin apetecido. Ningún país debe permanecer inactivo contando con que la estabilización general se realizará por los demás países. Cada país debe tomar sobre sí la parte que naturalmente le corresponda en el trabajo de estabilización. Dar a su unidad valutaria un valor estable, tan pronto como sea posible, es, por consiguiente, para cada país, un deber inexcusable que tiene que cumplir en interés de la comunidad internacional.

Determinación precisa del programa de la estabilización

Quien objetivamente pondere los motivos en pro de la estabilización frente a los que recomiendan la revaloración del dinero, llegará fácilmente y sin duda a la conclusión de que los motivos en pro de la estabilización prevalecen en absoluto cuando se trata de una valuta cuyo valor sea inferior en gran parte al que tenía antes de la Guerra, mientras que el programa de la revaloración solamente puede ser tenido en cuenta cuando se pueda llevar a cabo elevando el valor del dinero en un reducido tanto por ciento. Pero aunque un país determinado se decida en favor del programa de la estabilización, no por ello se determina exhaustivamente el fin de la política valutaria. Queda aún por resolver, en primer lugar, la cuestión de si se pretende establecer un valor fijo del dinero o una paridad fija del oro. Entre estas dos posibilidades hay marcada diferencia, y la confusión de ambas conduce a lamentables imprecisiones en toda la política valutaria. El valor del oro frente a las mercancías se determina hoy, desde un punto de vista práctico, por el poder adquisitivo interno del dólar. Si el nivel de precios en los Estados Unidos permanece constante, es

constante también el valor del oro y, en este caso, la paridad fija del oro para un país extranjero equivale a un valor fijo del dinero. Pero no ocurre así cuando se altera el nivel de precios en los Estados Unidos. Entonces, el valor fijo del dinero en otro país traerá consigo que se modifique la cotización del dólar en este país en relación con las alteraciones del poder adquisitivo del dólar para el mercado interior. Si se elige, pues, un valor fijo del dinero, hay que estar dispuesto de antemano a renunciar a la paridad fija del dólar y, por consiguiente, a la paridad fija del oro. Es completamente absurdo declarar que se pretende establecer al mismo tiempo un nivel estable de precios y una paridad fija del dólar.

En pro de la elección de un valor fijo del dinero en el mercado interior, independiente de la paridad del oro, habla la circunstancia de que la política valutaria del país en cuestión queda así liberada de un factor sobre el que ese país no puede ejercer influencia alguna; es a saber, de la política valutaria de los Estados Unidos. El régimen del dinero de un país es, en efecto, en primer término, una cuestión de orden interior, y cumple de un modo satisfactorio su finalidad dentro del país cuando posee estabilidad; esto es, cuando el poder adquisitivo del dinero se mantiene inalterable en el interior del país. Cabe afirmar, por consiguiente, que para un país que sólo tiene en cuenta su propia situación interior, el dar valor fijo a su dinero es el fin natural de la política valutaria. Además, desde el punto de vista internacional, tal programa es satisfactorio si se sigue en los demás países, pues en este caso se deriva de ello el establecimiento de paridades fijas del poder adquisitivo entre los distintos países y, como consecuencia, cotizaciones bastante constantes, en general.

La situación del dinero en los distintos países, muy insegura actualmente, puede muy bien inclinar a un país a elegir el camino del valor fijo del dinero para independizar su política valutaria de las influencias difícilmente ponderables que pudieran actuar en el futuro sobre el valor del oro. En todo caso tal política resultaría muy recomendable, si su programa se limitase a unos pocos años, quedando a la expectativa de lo que en ese tiempo pueda ocurrir con el oro.

Pero si se elige este camino, hay que tomar la resolución de permanecer en él y no desistir de seguirlo, cuando la baja de precios en los Estados Unidos, y el consiguiente aumento del valor interior del dólar, eleve de repente la cotización del dólar y haga bajar la valora-

ción internacional de la propia moneda frente al dólar (1). En realidad, la opinión es muy sensible a tales pérdidas relativas en la valoración internacional de la propia moneda. Por ello, es absolutamente necesario que antes de decidirse a estabilizar a un valor fijo del dinero, se medite acerca de esta posibilidad y se forme el firme propósito de hacerle frente. Si no se tiene seguridad en ese punto, será más prudente seguir desde el principio el camino del establecimiento de una paridad fija del oro, pues en este caso podrán hacerse paulatinamente las acomodaciones a las alteraciones eventuales del poder adquisitivo del dólar, y entre el valor del dólar y el de la propia moneda no se darán entonces grandes diferencias que sólo se nivelarían rápidamente por una enérgica intervención.

Cuando se elige como finalidad el establecer un valor fijo del dinero, ello implica la resolución de mantener dentro del país el nivel de precios tan constante como sea posible. Pero teóricamente cabe discutir si la constancia absoluta del nivel general de precios constituye, a la larga, el ideal de una política valutaria. Es prudente de momento aplazar tales discusiones. En una época como la actual, en que continuamente somos testigos de fuertes alteraciones en el poder adquisitivo del dinero en el mercado interior, la falta de estabilidad aparece como el mayor mal y hay, por tanto, que eliminarla a todo trance. Puede objetarse que nuestras posibilidades de mensurabilidad del valor del dinero no son, en modo alguno, tan perfectas que permitan esperar la realización matemáticamente exacta del programa de estabilización. La transformación efectuada a partir de 1914, no sólo en lo relativo al dinero, sino también por lo que respecta a la economía mundial en general, que ha trastornado los precios tanto en su cuantía absoluta como relativa, ha influido en cierto grado en el sentido de estimar en menos de lo que valen las posibilidades que se nos ofrecen a este respecto. Cuanto mayores sean las alteraciones que se registren, tanto en el valor de la unidad monetaria como en las relativas de cada precio, tanto menor será, naturalmente, nuestra confianza en los números índices de precios. Una política de estabilización debe iniciar una fase fundamentalmente más tranquila para la evolución de los precios en un país, elevando el grado de seguridad con que pueden medirse las alteraciones en el nivel de precios. Natural-

(1) Esta eventualidad no es sólo puramente teórica. Escribí estas líneas en el otoño de 1923 y ya en el primer semestre de 1924 se confirmó esa hipótesis.

ménate, no es posible llegar a resultados completamente exactos en este terreno, pero tampoco es absolutamente preciso. Para que la vida económica de un país marche sobre terreno firme, basta con que el nivel de precios del país se establezca con la exactitud que permiten los mejores números índices actualmente empleados.

Si se elige como finalidad de la política valutaria la paridad fija del oro, entonces la cotización del dólar procura un índice expresivo del grado en que se ha conseguido el fin propuesto. No se debe, empero, imaginar que con ello sea innecesario adoptar otras medidas para cuidar de la evolución del nivel de precios en el país. Si permanece constante el nivel de precios en los Estados Unidos, la paridad oro sólo se podrá mantener cuando el nivel de precios permanezca también constante en el país de que se trate. La dirección de la política valutaria que se imponga por finalidad mantener una paridad fija del oro, debe seguir con exactitud la evolución del nivel interior de los precios y tomar las medidas pertinentes para que este nivel sea lo más constante posible. Si se modificase el nivel de precios en los Estados Unidos habría que alterar en igual proporción el nivel interior de precios en el país en cuestión. Es imposible, por tanto, afirmar que la paridad fija del oro constituya una finalidad más asequible que la de dar al dinero un valor fijo en el mercado interior.

En pro de la elección de la paridad fija del oro, como fin de la política valutaria, se expresa ante todo la circunstancia de que ello constituye, sin duda, el fin último que todos los países esperan lograr. Aplicando directamente todas las energías a la consecución del fin último, se evita tener que plantear a cada paso la cuestión de la política valutaria. Todo el problema valutario desaparece del orden del día y deja de ser en todo caso problema político. Este hecho tiene un extraordinario valor. Mientras no se haya fijado una paridad fija del oro no hay que contar con que el país tenga una completa tranquilidad respecto a la política valutaria: hasta ese momento, siempre habrá paladines de una u otra política. Hasta entonces habrá que contar con la posibilidad de intentos encaminados a conquistar la opinión para una u otra política, apelando a campañas de agitación o a otros procedimientos. Y tales situaciones no son adecuadas para suscitar la tranquilidad y confianza que necesariamente exige el resurgimiento de la vida económica.

Importan mucho, a este respecto, determinadas obligaciones que se puedan imponer al Banco de emisión. El intento de hacer responsa-

ble al Banco de emisión de aquellas desviaciones del nivel de precios que rebasen un determinado nivel normal, ofrecerá sin duda grandes dificultades. El programa de mantener un valor fijo del dinero adolece, pues, innegablemente de una cierta flaqueza por cuanto es difícil hallar una determinada persona u órgano a quien se pueda imponer una responsabilidad concreta por la realización del programa. El programa de la paridad fija del oro, determinado de una vez para siempre, tiene a este respecto una fijeza completamente distinta. Dicho programa puede resolverse en la obligación del Banco de emisión de convertir sus billetes en oro. Y es natural que un Banco de emisión, como cualquier otra persona, muestre poca propensión a tomar sobre sí una obligación, si no es absolutamente necesario, o a soportar una responsabilidad mayor y más expresa si no se le obliga a ello. Es de esperar, por consiguiente, que los Bancos de emisión, en general, no apoyarán con gran calor una política que implique la fijación de una paridad fija del oro. Pero, justamente por eso, la decisión al respecto no se puede dejar en manos de los Bancos de emisión. Todo Estado que llegue a la conclusión de que el establecimiento de una paridad fija del oro ofrece las mayores ventajas, debe tender a la realización de ese programa, incluso contra la voluntad del Banco de emisión. Es en extremo deseable en sí que se puedan imponer al Banco de emisión determinadas obligaciones por lo que respecta a la tutela de la moneda. Si no se procede así, la dirección del Banco de emisión rehusará en cada caso concreto la responsabilidad inherente a una situación menos favorable para la moneda del país. Para que un país mantenga, en general, y en todo momento, un régimen valutario seguro, debe haber una determinada responsabilidad al respecto, y esta responsabilidad debe recaer única y exclusivamente en el Banco de emisión.

El programa del establecimiento de una paridad fija del oro ofrece diversas etapas que sucesivamente deben tomarse en consideración si se desea llegar a la plena consecución del fin propuesto. En primer lugar, es necesaria la estabilización del nivel de precios en relación con el nivel de precios americanos. Naturalmente, esta misión se facilita de un modo extraordinario si el nivel americano de precios se mantiene constante. En tal caso la misión será realmente la misma que persigue la alternativa anteriormente tratada. Por el contrario, si el nivel de precios en los Estados Unidos está sometido a importantes oscilaciones, los países que traten de mantener estable una determinada paridad oro deben acomodarse a tales oscilaciones, lo cual puede ofrecer

serias dificultades al propio tiempo que representa una amenaza de graves males. El peligro más grave a tener en cuenta es el de que los Estados Unidos puedan continuar el proceso de deflación, por el que en 1920 lograron una importante elevación del poder adquisitivo del dólar en el mercado interior, y, por consiguiente, del valor del oro. Es de suponer que en los Estados Unidos no se den por satisfechos hasta que no se logre llegar al nivel de precios de antes de la Guerra, elevando de este modo el valor del oro al que tenía entonces. Según eso, habría que contar desde ahora con que el valor del oro se elevaría a lo menos en un 50 por 100. Los países que actualmente estabilizasen su moneda a una determinada paridad, se verían entonces obligados a elevar el valor de su valuta en la misma proporción; es decir, a llevar a cabo un fuerte proceso de deflación. Si realmente fuera de esperar tal eventualidad, seguramente no sería racional decidirse ahora por la solución de la paridad fija del oro, sino que se obraría más prudentemente, contentándose de momento con la solución primera; es a saber: la de dar un valor fijo al dinero en el mercado interior. Pero no hay motivos para estimar que los Estados Unidos sigan una política valutaria tan absurda, incluso para ellos mismos, como la que significaría un continuado proceso de deflación con la finalidad de restablecer el primitivo poder adquisitivo del dólar. Es posible que persistan durante algún tiempo en esa dirección, pero en un momento dado se encontrarán con obstáculos más fuertes que influirán en sentido contrario. Por otra parte, hay que contar naturalmente también con el peligro de que en los Estados Unidos se produzca un nuevo e importante proceso de inflación.

Reservamos el examen más detenido de estas cuestiones a la Tercera parte de este libro. Anticipando el resultado a que llegamos allí, tenemos que contentarnos, por ahora, con la afirmación de que la política valutaria de los Estados Unidos, desde mediados de 1922, puede considerarse caracterizada por el deseo concreto de estabilizar el poder adquisitivo del dólar. Las alteraciones efectivas del nivel de precios, desde mediados de 1922, han sido también relativamente insignificantes. Después de la extraordinaria baja de precios debida al rigor del precedente proceso de deflación que redujo el índice de precios del Federal-Reserve-Board en enero de 1922 a 142, se produjo una mejora que hizo subir dicho índice a 161 en junio de 1922 y a 165 en julio del mismo año. Aproximadamente a este nivel se ha mantenido desde entonces el nivel de precios. Es de extraordinaria impor-

tancia para todos los países que deseen llegar a establecer una paridad fija del oro que los Estados Unidos no reanuden una política de deflación, ni toleren una inflación. Con razón, acaso, se espera que los directores de la política valutaria de los Estados Unidos tengan plena conciencia de la extraordinaria responsabilidad que sobre ellos recae habida cuenta de la actual situación valutaria.

Si un país logra estabilizar su nivel de precios, en relación con el americano, da con ello a su moneda una fija paridad de su poder adquisitivo con respecto al dólar. Con ello se da el supuesto necesario para mantener el curso fijo del dólar. Pero como el curso efectivo del dólar puede registrar en cada momento desviaciones más o menos importantes con respecto a la paridad del poder adquisitivo, queda aún por resolver el problema de contener esas desviaciones dentro de los más reducidos límites posibles, es decir, de lograr también la estabilización del curso del dólar. Esta misión, que constituye la segunda etapa en la política de la paridad fija del oro, se facilita naturalmente en gran medida haciendo saber al público que el nivel de precios se mantendrá en una relación constante con el nivel de precios americanos y que de una vez para siempre se ha resuelto que el país tiende con tal política a conservar para su valuta la paridad oro establecida. Con ello adquiere la moneda, tanto en el interior como en el exterior, aquella confianza que significa el medio más seguro que puede oponerse a las oscilaciones ocasionales en la valoración internacional de la misma; es decir, para mantener las oscilaciones del curso del dólar dentro de los límites más estrictos posibles. Por consiguiente, es necesario, además, que la política valutaria del país tienda directamente a ese fin, y tenga de antemano plena conciencia de que ello requiere un especial rigor y que en circunstancias puede acarrear ciertos males.

Si por motivos puramente casuales, el mercado internacional supervalorase el dólar, esto es, lo valorase en más de lo que correspondiese a su poder adquisitivo en el mercado interior, el país que aspire a tener una cotización fija del dólar se vería obligado a adoptar medidas de política bancaria (venta de oro, admisión de créditos en dólares) para que su propia moneda se acomodara a la supervaloración del dólar. Esto significaría que las demás monedas respecto a las cuales se hallase el dólar incidentalmente supervalorado disminuirían su paridad de poder adquisitivo en los países en cuestión. Esta disminución de valor implica, naturalmente, un perjuicio para la política comercial y cuando acaezca de repente puede ocasionar importantes pérdidas a

los exportadores, que venderán con más dificultad, y a todos aquellos que en aquel momento tengan disponibilidades en valutas de tal modo depreciadas. Si el país se contentase con mantener su nivel de precios en una relación fija con el nivel de precios americano y no tuviese especialmente en cuenta el curso del dólar, la eventual supervaloración del dólar se manifestaría en una elevación del curso de éste por cima de la paridad del poder adquisitivo, y, en cambio, las demás monedas conservarían en este caso sus paridades de poder adquisitivo. Esta supervaloración del dólar tendría, naturalmente, consecuencias desagradables, puesto que se dificultaría la importación de América y los pagos que hubieran de hacerse a este país ocasionarían pérdidas. Por consiguiente, la supervaloración del dólar, cualquiera que sea la política que siga el país, tendría consecuencias enojosas, y la cuestión, por tanto, se reduce simplemente a determinar en cuál de los dos casos son mayores. La solución de ese problema depende, naturalmente, en cierto grado, de la situación de la política comercial del país en cuestión. Un país que mantenga estrechas relaciones comerciales con los Estados Unidos puede estimar necesario dar la principal importancia al mantenimiento del curso fijo del dólar; en cambio, el país cuyo comercio exterior dependa más bien de otros países, estimará más importante mantener la cotización con éstos a la paridad del poder adquisitivo. Tal será especialmente el caso cuando la exportación del país en cuestión dependa de esos otros países, pero reciba en gran cantidad de los Estados Unidos sus artículos de importación. La política valutaria que tienda a mantener el curso fijo del dólar actuará, caso de una eventual supervaloración de éste, en el sentido de dificultar la exportación sin impedir la importación, lo que naturalmente puede ser de graves consecuencias en el respecto político valutario. La política valutaria contraria que se contentase con mantener el nivel de precios en una relación fija con el americano, pero que, en el caso de que nos ocupamos, dejase elevar el nivel de precios, tendría la ventaja de que dificultaría la importación sin afectar a la exportación, lo que naturalmente reforzaría la estimación internacional de la valuta.

Tales puntos de vista no pueden considerarse como decisivos, puesto que la conservación de una paridad fija del poder adquisitivo con respecto al del dólar, sin curso fijo del dólar, difícilmente se puede realizar como programa político. Pero es prudente examinar previamente todas las posibles circunstancias a que estamos refiriéndonos para tener cabal idea de las consecuencias de la política valutaria que se

elija. De otro modo sería fácil que, justamente en el momento decisivo, se incurriera en vacilaciones que vendrían a debilitar la confianza en la política valutaria.

La tercera fase de la política valutaria que tiende a mantener la paridad fija del oro, consiste en el reembolso de la moneda en oro. Cuando ese reembolso se pueda llevar a cabo, y existan garantías suficientes de que se mantendrá también en el porvenir, entonces el programa de la paridad fija del oro se habrá cumplido de la manera más perfecta. El reembolso de los billetes en oro debe tener como complemento natural el derecho ilimitado para todos de disponer de su oro; es decir, la libertad de fundir las monedas de oro y de exportarlas libremente. Estas garantías son precisas para tener la seguridad de que la moneda no descenderá esencialmente por bajo de la paridad oro. Para el restablecimiento de la paridad fija del oro es naturalmente éste el aspecto más actual del problema. Pero la paridad fija del oro requiere también que la moneda no se eleve esencialmente sobre la paridad del oro. Las garantías de este principio radican en la libre importación y en la libre acuñación del oro. Si de este modo el movimiento del oro se halla en absoluto libre de obstáculos, con respecto a la moneda del país, y se dan las garantías de que eso mismo ocurrirá en el porvenir, entonces la aspiración a una paridad fija del oro habrá logrado su fin último y definitivo.

Las condiciones anteriormente referidas implican que la cotización del dólar se mantenga dentro de límites reducidos, determinados por los puntos del oro. Si la cotización del dólar, en efecto, subiese tanto que fuese remunerador pedir el reembolso de la moneda en oro y exportar luego el oro para recibir dólares, se produciría tal exportación impidiéndose una nueva alza en la cotización del dólar. Si, por el contrario, la cotización del dólar descendiera por bajo del punto inferior del oro, sería remunerador emplear dólares en la importación de oro de los Estados Unidos y acuñar este oro en la valuta del país. Con ello se impediría un nuevo descenso en la cotización del dólar.

Como se ha indicado, la íntima relación de la valuta con el oro puede considerarse, por tanto, como un medio para mantener las oscilaciones de la cotización del dólar dentro de límites reducidos; es decir, como un medio de llevar a cabo, del modo más perfecto, la segunda fase de la política de la paridad fija del oro. Pero en la realidad, ocurre también justamente lo contrario. De nuestra exposición ulterior resulta, en efecto, que es imposible garantizar a la larga el reembolso

de la valuta en oro, por lo cual no se pueden adoptar medidas para la estabilización de la cotización del dólar, y la política valutaria del país ha de tender en primer término a mantener el nivel de precios en una relación fija con el nivel de precios americano.

La estabilización del valor del oro

Al considerar el fin a que se tiende con la política de estabilización, debe también tenerse siempre en cuenta la propia estabilidad de valor del oro. Si se demostrara que no hay seguridad en ésta, sino que, por el contrario, son de temer intensas y continuadas alteraciones en el valor del oro, no sería indicado ligar la moneda al oro, sino que entonces habría necesidad de elegir la primera solución de las indicadas por nosotros; a saber, la de la estabilización a un valor fijo del dinero en el mercado interior. No obstante, si existen posibilidades serias de que el valor del oro permanecerá aproximadamente constante y, por consiguiente, se elige la segunda alternativa; a saber, la política de la paridad fija del oro, entonces, la estabilidad del valor del oro tendrá un interés supremo en pro del cual habrá que unir a todos los interesados en un consciente trabajo de conjunto.

Tratándose, ante todo, en este momento, de aclarar la significación del fin a que puede tender una política valutaria, parece indicado dedicar un poco más de atención al problema de la estabilidad del valor del oro desde los puntos de vista a que acabamos de aludir. Mucho tiempo antes de la Guerra se habían ocupado ya los economistas de las oscilaciones del valor del oro, preguntándose si no sería posible independizar al dinero de esas oscilaciones. Naturalmente, la solución más radical a esta cuestión recomendaba la abolición del patrón oro y la implantación de un sistema a base de la moneda de papel, en el cual se regulase la cuantía de los medios de pago circulantes, en atención al mantenimiento de un nivel inalterable de precios. Las posibilidades prácticas, y, sobre todo, políticas, de tal solución, eran, no obstante, como se comprenderá, en extremo reducidas y fué, por tanto, natural que se buscara también la solución acudiendo a otros procedimientos. El economista americano Irving Fisher formuló un proyecto del que se habló mucho y que en resumidas cuentas tendía a mantener el dinero a un valor inalterable, aumentando la cantidad de oro que constituye la base de la unidad monetaria cuando el oro bajase de valor, y disminuyéndola cuando aumentase. Contra el sistema de

Fisher puede formularse la objeción fundamental de que era innecesario según sus propios supuestos. Precisa advertir con claridad, que una moneda regulada según el método de Fisher es en realidad una moneda de papel que se trata de mantener con un constante poder adquisitivo frente a las mercancías; esto es, una moneda cuya norma directriz esencial es la invariabilidad del nivel de precios. Una vez implantada tal moneda, la regulación del valor del oro de la misma le es completamente indiferente. Si de vez en cuando se fijase un determinado precio para el oro, por un cierto período, ello equivaldría a una intervención artificial en la evolución de los precios y produciría los mismos trastornos que cualquier otro intento de regulación de precios. La idea de que con el sistema de Fisher se puede mantener hasta un cierto grado el patrón oro, es falsa. La verdadera esencia del patrón oro consiste en que se liga el valor de la moneda al valor del oro. Con el sistema de Fisher se tiende justamente a la supresión de esta conexión inevitable. Una vez realizada la separación entre la moneda y el oro, no habrá motivo alguno para mantener la apariencia de que existe aún ese enlace. El sistema de Fisher no lograría nunca seguramente que el dinero oro pudiera servir como medio de pago, sea nacional o internacional, y, por tanto, no podría hacer que el oro conservase ninguna de sus funciones monetarias.

Hasta la Guerra se había acostumbrado el mundo al patrón oro, y tuvo que acomodarse a los defectos de este sistema debidos a las alteraciones en el valor del oro. Pero las experiencias del último decenio nos han enseñado que no es ya posible tal resignación frente a las dificultades. Durante la Guerra mundial, y los años que inmediatamente la siguieron, se vió la humanidad dotada de medios de pago en proporción inusitada, en forma tal, que incluso el valor del oro experimentó los efectos de la concurrencia. A principios del año 1920 bajó de hecho el valor del oro aproximadamente al 40 por 100 de su valor antes de la Guerra, para volver a subir de nuevo, siendo en la actualidad aproximadamente el 60 por 100 de su valor de antes de la Guerra. Estas oscilaciones han hecho que nos empecemos a preguntar seriamente si podrá ser conveniente basar el régimen monetario del mundo en un metal que muestra tan poca estabilidad de valor. Por otra parte, a consecuencia del completo descrédito del dinero de papel impera una apetencia generalmente extendida a volver al patrón oro. Pero esta vuelta supone que hay que adoptar alguna medida para la estabilización del valor del oro.

Prácticamente considerado, el valor del oro, actualmente, es idéntico al valor del dólar. El valor del oro, como ya se ha dicho, se determina fundamentalmente por la política valutaria de los Estados Unidos; es decir, por la cuantía que alcanza el nivel de precios en los Estados Unidos. Esta política valutaria, a su vez, en modo alguno se determina necesariamente por la oferta de oro. La existencia de oro en los Estados Unidos excede actualmente con mucho al importe que prudentemente puede considerarse necesario, o que lo es de hecho, como base del medio de pago de los Estados Unidos. Con la existencia actual de oro se podrían muy bien permitir los Estados Unidos aumentar en 50 por 100 la cuantía de medios de pago circulantes, con lo cual se elevaría también en la misma proporción el nivel de precios. Que no procedan así se debe a circunstancias que se examinarán con más detalle en la Tercera parte de esta obra. Entonces veremos que los Estados Unidos siguen una política valutaria que tiende a mantener un valor fijo del dinero en el mercado interior.

Dado el nivel actual de precios, esta política trae consigo para el dólar una paridad fija del oro. Pero la misma paridad del oro se podría mantener también a un nivel de precios muy superior al actual, y posiblemente también a un nivel muy inferior al actual. El valor del oro, en este caso, se ajustaría únicamente al del dólar. En tales circunstancias, el mantenimiento de una paridad fija del oro no podría considerarse como la directriz práctica de la política valutaria de los Estados Unidos, o como motivo determinante del valor del dólar. Si el patrón oro significa un patrón ligado al oro como patrón de valor externo, objetivamente dado, puede decirse con cierta razón que los Estados Unidos no poseen actualmente el patrón oro efectivo.

En tales circunstancias es bastante natural que en otros países se pongan reparos a ligar ahora su moneda al oro. En este caso no existiría más standard de valor, descansando en fundamentos objetivos, al que poder ligarse, que el dólar. Con ello, el país en cuestión se colocaría en una situación de absoluta dependencia con respecto de la ulterior evolución de la política valutaria de los Estados Unidos. Por otra parte, la deficiente estabilidad de valor del oro se debe, ciertamente, a que los demás países se mantienen alejados del patrón oro sólo conservado por los Estados Unidos. Si excepto los Estados Unidos todos los demás países siguiesen el programa de esperar para volver al patrón oro a que el oro alcanzase una alta estabilidad de valor, entonces amenazaría el peligro de que ese lapso de tiempo fuese muy

largo. La alta estabilidad de valor que se espera, solamente puede lograrse si una serie de países ligan sus monedas al oro. Sería especialmente importante que las demás monedas que soportan el gran tráfico mundial, principalmente la libra inglesa, quedaran sujetas al oro. Si se reconociese de una vez esta verdad de que los distintos países del mundo tienen un interés común en la estabilidad del valor del oro, entonces, los distintos países reconocerían también la parte de responsabilidad que les incumbe en esta estabilidad de valor. La medida natural de la colaboración que corresponde al respecto a cada país se manifiesta justamente por su inclusión en el sistema del patrón oro.

Para apreciar esta circunstancia con toda claridad es conveniente dedicar nuestra atención, por un momento, al modo y manera cómo un sistema internacional de patrón oro fomentaría la estabilidad de valor del oro.

Si se eleva el nivel de precios en un país, y, por consiguiente, baja el valor del oro, bajará entonces de valor la moneda de este país en el mercado internacional. Si no obstante eso mantiene su patrón oro, el extranjero hará demanda de oro, y el oro se exportará. Por la exportación del oro se reducirá la provisión de oro del país en cuestión, lo que ocasionará una elevación de su valor. El Banco de emisión adoptará entonces medidas para reducir más la cuantía de medios de pago circulantes y elevar así el valor de la moneda o, dicho en otras palabras, para reducir el nivel de precios. Al propio tiempo, la exportación de oro ha provocado un cierto aumento de la provisión de medios de pago en el extranjero que se manifestará en una cierta tendencia a reducir el valor del oro en el extranjero, aunque ordinariamente este efecto es tan insignificante que no se toma en consideración. Dada la actual distribución de las existencias de oro del mundo, una cuantiosa exportación de oro de los Estados Unidos ejercería sin duda considerable influencia sobre el valor del oro en los demás países, en tanto estos países tuviesen un patrón oro efectivo; y este aspecto del problema no puede, por tanto, dejarse de tener en cuenta de un modo absoluto. Si nuevamente se redujese de repente el nivel de precios de un país, o, dicho en otras palabras, se elevase el valor del oro, afluiría a ese país el oro de los demás, supuesto que se mantuviese el patrón oro, lo que en este caso significa que el oro continuaría teniendo libre acceso al sistema monetario del país en cuestión. Este movimiento provocaría dentro del país un cierto superávit de oro, y de este modo bajaría en el su valor. De donde resulta que el valor del oro en un sistema

internacional de patrón oro no está expuesto a tan fuertes oscilaciones por casuales influencias locales, como ocurriría si solamente un país tuviese el patrón oro y, además, se hallase en tal situación que el valor del oro se determinase esencialmente por el valor de su moneda.

La estabilidad de valor del oro, en un sistema internacional de patrón oro, descansa en último término en que la total demanda monetaria de oro con tal sistema parte de tantos países que las oscilaciones casuales o arbitrarias de tales demandas monetarias no pueden desempeñar en cada uno de ellos un gran papel. En otros términos, la total demanda monetaria puede considerarse como una magnitud dada, que ciertamente se halla en continua evolución, pero que, no obstante, en cada momento puede considerarse como un factor objetivamente dado. Apenas se puede, pues, afirmar que la necesidad monetaria de oro se dé jamás objetivamente en el sentido de determinarse por necesidades económicas. Aun cuando la antigua práctica inglesa del Banco de emisión elaboró la regla convencional de la cobertura al tercio, y aun cuando esta regla fué erigida en ley para ciertos Bancos de emisión, en forma que éstos se creyeron obligados a tener normalmente una cobertura oro de dos tercios o de 50 por 100 al menos de sus billetes circulantes, no puede estimarse ninguna de estas reglas como expresión de una determinada necesidad económica. El requisito de la cobertura oro se elaboró en todas partes por tradición, y esta tradición ha evolucionado concretamente, de distinto modo en los distintos países. Tuvo una cierta fijeza, y ello fué el nervio de la cuestión. A esa circunstancia se debió que la suma de la demanda monetaria de oro de todos los países tuviese una cierta estabilidad. Esta estabilidad fué de hecho tan importante que, como he demostrado, las grandes oscilaciones seculares en el valor del oro, al menos en el período de 1850 a 1910, se deben casi exclusivamente a factores relacionados con la producción del oro, y casi nunca ejerció gran influencia la alteración de la demanda monetaria del oro (1).

Esta notabilísima estabilidad se ha roto, no obstante, por completo durante la Guerra mundial. Casi todos los países, puede decirse, renunciaron a su vieja tradición por lo que respecta al requisito de la cobertura oro, a lo que se añadió la circunstancia de que el empleo de oro como medio de pago circulante cesó por completo. Ciertamente, los Estados Unidos, al volver al patrón oro, restablecieron sus normas sobre una cierta cobertura oro para los billetes y depósitos; pero en la

(1) *Economía social teórica*. 3.ª edición. Leipzig, 1923.

práctica, en atención a la estabilidad del valor de la moneda en el mercado interior, ha sido necesario elevar esencialmente la exigencia de la cobertura oro. También en este caso se ha roto, pues, con la tradición.

De aquí que para la estabilización del valor del oro no sólo es necesario que una mayoría de países vuelva a un patrón oro efectivo, sino también que se elabore una nueva tradición fija por lo que respecta a la necesidad monetaria de oro para cada país. Tal evolución se ha dificultado hasta ahora, esencialmente, por no haberse tenido en cuenta la existencia de ese defecto cuya eliminación requiere unas dotes especiales de perspicacia económica y una gran capacidad para proceder conforme a un sistema.

Después de esas consideraciones generales sobre los supuestos para la estabilización del valor del oro, tócanos ahora plantear la cuestión del nivel adecuado para llevarla a cabo. Ciertamente, parecerá lo más indicado mantener el valor que tenga el oro en ese momento, pues ello será el mejor modo de fomentar los fines económico-nacionales a que en último término debe satisfacer la estabilización. Pero si el valor del oro ha de estabilizarse al nivel en que de momento se halle y conforme al cual se ha empezado a lograr una cierta estabilidad, es necesario impedir que aumente la demanda monetaria de oro en el mundo, cosa que ocurriría si todos los países pretendiesen de nuevo volver a las normas sobre cobertura oro de sus monedas respectivas y sobre la circulación de monedas de oro, tal y como lo efectuaban antes de la Guerra. En tal caso se daría con seguridad una importante elevación del valor del oro, o lo que es igual, una baja en el precio de las mercancías expresado en oro. La provisión de oro del mundo, desde 1914, lejos de ser mayor, se ha reducido, en forma que con el restablecimiento de la demanda monetaria en la cuantía normal de antes de la Guerra se produciría una baja del nivel general de precios expresados en oro. Y como este proceso duraría probablemente largo tiempo, se produciría una depresión profunda y de larga duración, es decir, algo que al mundo le parece intolerable en las actuales circunstancias. Con diversos motivos he llamado la atención sobre este peligro y he procurado demostrar que se puede evitar por una limitación prudente de las demandas de oro para fines monetarios por parte de los distintos países.

La conferencia financiera internacional de Génova adoptó esencialmente ese punto de vista proponiendo una concentración de las reservas oro que eximiría a una serie de países de la necesidad de tener una mayor reserva oro. En atención a la especial importancia de esta

cuestión parece indicado referir aquí brevemente lo que la Conferencia propuso al respecto. Para la restauración del patrón oro recomendó ésta no sólo una actuación conjunta de los Bancos de emisión, sino también la estipulación de un convenio internacional en el momento adecuado. « La finalidad de tal convenio consistiría en llegar a una centralización y colaboración por lo que respecta a la demanda de oro para impedir de tal modo las amplias oscilaciones en el poder adquisitivo del oro que se producirían en otro caso como consecuencia de las aspiraciones simultáneas de varios Estados, concurrentes entre sí, para asegurar sus respectivas reservas oro. El convenio deberá contener normas relativas al ahorro en el empleo del oro, bien constituyendo reservas en forma de créditos sobre el extranjero, por ejemplo según el sistema del *gold exchange standard*, o bien por un sistema internacional de compensación » (Resolución 9). Del programa de la Conferencia para este Convenio indicaremos los siguientes puntos (De la Resolución 11):

« El mantenimiento de la moneda a su valor oro se asegurará constituyendo una reserva suficiente de existencias líquidas que no necesitarán ser precisamente de oro.

» Si la mejora económica lo permite, algunos Estados participantes deberán constituir un mercado libre del oro, con lo que se convertirán en centros de circulación de este metal.

» Todo Estado participante, además de su reserva oro nacional, podrá tener en cualquier otro país participante una reserva de créditos de segura realización en forma de haber bancario, letras, créditos a corto plazo y otros medios líquidos adecuados.

» El modo normal de proceder cualquier país participante consistirá en comprar o vender a cambio de su propia moneda letras sobre otro país participante a un curso que no diferirá de la paridad en más de una fracción.

» El convenio se basará, pues, sobre un patrón cambiario oro.

» El crédito se regulará no sólo con la finalidad de mantener las monedas a la respectiva paridad, sino también para impedir oscilaciones anormales en el poder adquisitivo del oro. No se tenderá a limitar la libertad de acción de los Bancos de emisión por cualquier norma establecida a este fin, sino que se asegurará solamente la colaboración de estos Bancos en las cuestiones que no afecten a los Gobiernos de los Estados participantes ».

En la Comisión de técnicos financieros de la Conferencia se pidió que la Conferencia se pronunciase también contra la vuelta a la circu-

lación efectiva de monedas de oro. Pero como tal propuesta halló oposición se desistió de ella y la Comisión no la formuló. De ello se desprende claramente, sin embargo, que el restablecimiento general de la circulación del oro implicaría tal aumento de la demanda de oro que se imposibilitaría por ello todo intento de estabilización de su valor al nivel que de momento tuviese. Naturalmente, puede argüirse que de momento esta cuestión no tiene actualidad. En general, la cuestión del restablecimiento de la circulación del oro, excepto en los Estados Unidos, apenas tendrá actualidad hasta tanto no comiencen los distintos Estados del mundo a establecer con carácter general el patrón oro. Pero como nuestra aspiración es justamente ésa cuando laboramos en pro de la estabilización monetaria en el mundo, importa que estemos de antemano dispuestos a limitar suficientemente con medios adecuados la posible demanda de oro para fines monetarios, evitando especialmente la vuelta al empleo de monedas de oro como medios de pago.

El tránsito general al patrón oro podría llevarse a cabo sin ninguna alteración del valor actual del oro si se mantuviere la demanda de este metal para fines monetarios dentro de límites moderados y si al mismo tiempo se dispusiere, para satisfacer la nueva necesidad, de existencias superfluas de oro, tales como las que principalmente poseen los Estados Unidos y algunos otros países, como, por ejemplo, España. Pero, en primer lugar, es poco probable que tales reservas puedan llegar a ser realmente disponibles; y, en segundo lugar, con ellas todo lo más que se podría lograr sería satisfacer por pocos años la mayor demanda de oro del mundo si todos los países estableciesen el patrón oro. Después, se haría patente la necesidad de una limitación de la demanda de oro para fines monetarios. No puede, pues, considerarse como prematuro preparar desde ahora la opinión general del mundo en el sentido de que es necesaria una limitación de la demanda monetaria de oro y requerir un acuerdo internacional al respecto.

El propósito de mantener el valor del oro a su nivel actual debe naturalmente contar en todo momento con que el valor del oro no sólo es influido por la demanda que de él se hace para fines monetarios, por parte del mundo occidental, sino también por otra demanda, a saber: en parte por la que obedece a fines industriales, y en parte a la constante aspiración del Asia oriental, especialmente de la India, de atraer el oro. Pero ambos factores de la demanda, no parece que imperen con tal fuerza, al menos por el momento, en el valor actual

del oro, que puedan constituir un obstáculo, propiamente dicho, para una política que tienda a impedir una elevación de su valor. El hecho de que la gran existencia de oro acuñado de los Estados Unidos, ya superflua, continúe su progresión creciente, parece ser prueba suficiente de lo que decimos.

Hasta ahora sólo hemos hablado de las medidas para impedir una elevación del valor del oro sobre su nivel actual. Pero, naturalmente, existe también la posibilidad de que el valor del oro se sitúe por bajo de ese nivel. Tal eventualidad se daría inmediatamente si los Estados Unidos reanudaran una política de inflación que elevase su nivel de precios. Las fuerzas que actúan en esa dirección, así como la capacidad de la política de estabilización para poner resistencia a esas fuerzas, serán objeto de nuestro estudio en la Tercera parte de esta obra. Aquí solamente queremos indicar que la estabilidad en la moneda americana es, según todas las probabilidades, fundamentalmente mayor de lo que se imaginan sus diferentes críticos.

A veces se afirma que los Estados Unidos podrían exportar una parte importante de su actual *stock* de oro, con lo cual se enriquecería el de los demás países y eventualmente acaecería una baja en el valor del oro. Tal juicio es manifiestamente erróneo, pues en primer lugar es difícil de comprender cómo los Estados Unidos podrían llegar a una exportación del superávit de oro en tanto su balanza de pagos se nivele real y efectivamente por una continua afluencia de oro. Pero aun suponiendo que se llegase a una exportación de oro, seguiría siendo decisivo el valor del dólar para el valor del oro, y la baja de valor del dólar, es decir, una nueva inflación, no tendría lugar como consecuencia de la exportación del oro. Si la exportación redujese el valor del oro en Europa por bajo del valor del dólar, naturalmente, volvería el oro a América de un modo inmediato.

Más natural es el temor de que otros países que innecesariamente conservan grandes reservas monetarias de oro estimen ventajoso exportarlas a los Estados Unidos. Con ello el *stock* de oro de los Estados Unidos se enriquecería de tal manera que las energías que propugnan su utilización no se podrían vencer ni con mucho, y consiguientemente se volvería a una nueva inflación. Sin duda tal proceder, en ciertas circunstancias, sería bastante adecuado desde el punto de vista de aquellos países cuya moneda está desvalorada en relación con el dólar, no obstante basarse ésta en una reserva de oro relativamente grande. Si tal política se implantase de repente en un gran número de países

importantes, habría que temer realmente una fuerte y repentina baja en el valor del oro. Desde el punto de vista de la economía mundial habría que lamentar tal eventualidad por sus perturbadores efectos, tanto sobre la vida económica en general, como especialmente sobre la distribución de la propiedad y de la renta. Pero apenas hay motivos para temer tal exportación en masa del oro de Europa, ya que los países en que se piensa a este respecto parecen, por el contrario, defender su oro con una tenacidad increíble y casi podría decirse con supersticiosa energía.

Se habla también a veces del temor de que los Estados Unidos pudieran acordar la prohibición de importar oro con la consecuencia de que su valor bajase de repente en el resto del mundo. Posteriormente veremos que este temor seguramente es injustificado.

Las posibilidades de baja del valor del oro que pueden considerarse como subsistentes, se refieren, como se ve, a un futuro próximo. A la larga, por el contrario, tenemos que contar con la posibilidad del valor creciente del oro.

Tenemos aún que considerar una opinión que niega en absoluto, como fin de una política racional del oro, la estabilización de su valor al nivel actual y desea, por el contrario, la elevación del valor del oro, aun cuando no exactamente al nivel de antes de la guerra, sino a otro que se le aproxime bastante. No es de extrañar ciertamente que tal concepción se haga valer por los productores de oro, y en general por los importantes intereses ligados a su producción. Esta rama de la producción trabaja ahora, en su mayor parte, en circunstancias angustiosas como no puede ser por menos, ya que el valor de la producción, en relación con las demás mercancías, ha bajado a más de las dos terceras partes de su valor de antes de la Guerra.

El más destacado representante científico entre los que defienden el aumento del valor del oro, conforme al punto de vista de los interesados en su producción, es el profesor sudamericano Leffeldt. Naturalmente apetece también como fin último la estabilización del valor del oro, pero desea que esta estabilización se lleve a cabo a un nivel esencialmente superior al actual. Se da clara cuenta de que el suministro de oro al mundo en el porvenir, hasta dónde se puede prever por ahora, ha de ser muy reducido, e incluso opina que estamos ante un período de aumento de valor del oro que puede compararse con el período de 1873-1896 en el que, como es sabido, la disminución de la producción del oro provocó un aumento muy notable de su va-

lor (1). Pero — dice dicho autor — « como entramos en este nuevo período de aumento con un valor del oro extraordinariamente reducido hay lugar suficiente para ese aumento ». Estima que a la misma celeridad de aumento con que se caracterizó el citado período de escasez del oro se tardarían veinticinco años en lograr que el valor del oro volviese a llegar al nivel que tuvo en 1913. Lehfeldt se da clara cuenta de la posibilidad de una enconada concurrencia por el oro entre las naciones que desean volver al patrón oro o a poner en circulación monedas de oro. « Pero — añade — (2) esta posibilidad no tiene por qué intranquilizarnos. Antes por el contrario, hay motivos para felicitarse de las consecuencias de tal concurrencia por el oro. Ciertamente puede llegar en el futuro un momento en que sea necesaria una limitación consciente de la demanda monetaria de oro. Pero este momento no ha llegado todavía ; la insuficiencia actual de la producción del oro es más bien útil durante la crisis actualmente imperante ».

Lehfeldt hace a este respecto un cálculo estimativo sobre la probable provisión mundial de oro en un futuro inmediato. Lamenta con ese motivo que se haya dado demasiado poca importancia a la relación de dependencia que existe entre la necesidad de oro y la celeridad con que se desarrolla la economía. Cita este autor el resultado fundamental, ciertamente, a que me condujeron mis investigaciones al respecto, a saber : que la producción del oro durante el período de 1859 a 1910 ascendía anualmente, por término medio, al 3 por 100 del *stock* mundial de oro en esa época, y que esta producción normal fué suficiente para mantener la estabilidad del valor del oro. Pero hace la cita tomándola de un resumen de los resultados que expuse en mi primer Memorándum a la Liga de las Naciones y sin conocimiento del material en que se basaron esos resultados (expuestos con detalle en mi obra *Economía Social Teórica*, párrs. 54-57). En el citado Memorándum manifestaba que la producción anual de oro, supuesto un igual aumento de la demanda de oro, ascendería dentro de diez años a 132 millones de libras esterlinas y a 174 dentro de veinte años y, por consiguiente, « el peligro de una provisión completamente insuficiente es mucho más amenazador de lo que corrientemente se cree ». Naturalmente que esta manifestación no permite suponer, como hace Lehfeldt, que formule profecía alguna en el sentido de que el índice de

progresión económica del mundo para los futuros decenios se haya de mantener al mismo nivel que durante el citado período de sesenta años. A ese respecto no he exteriorizado en absoluto una opinión concreta. Hay ciertamente motivos para estimar que la evolución al respecto será mucho más lenta. Lehfeldt considera el tipo del 2 por 100 como una estimación optimista del futuro incremento de progreso, y, en su consecuencia, cree que un aumento anual del *stock* monetario oro del mundo en 2 por 100 bastaría para mantener el oro a un valor constante (pág. 159). Ciertamente que se puede partir de ese supuesto ; pero aun con él llega Lehfeldt al resultado de que el nuevo oro de que se dispondría para las necesidades monetarias sería insuficiente. Éste lo estima, en efecto, en un 1 por 100 más bien que en un 2 por 100. Y justamente partiendo de esta insuficiencia, espera una elevación en el valor del oro.

Opina Lehfeldt, por otra parte, que el aumento de valor del oro traería consigo un aumento de producción y cree que simplemente un moderado aumento en el valor del oro implicaría un aumento importante de su producción ; o, dicho en otras palabras, que la elasticidad de la producción es mayor. Pero si bien formuló esta afirmación, no pudo aportar prueba alguna de ella. La experiencia llevada a cabo en la baja de precio del oro, durante la Guerra y después de ella, justifica más bien la opinión contraria, puesto que la limitación de la producción — en el África del Sur, en todo caso — fué extraordinariamente pequeña. Pero Lehfeldt confía en un importante aumento del valor del oro, aunque éste, en su opinión, se paralizaría a un nivel considerablemente inferior al de la época anterior a la Guerra. No hay, pues, motivo alguno para confiar en que la producción de oro pueda alcanzar siquiera el nivel que tenía antes de la Guerra. Según todas las probabilidades será éste mucho menor. La manifestación de Lehfeldt de que « se tendrá oro a manos llenas siempre que recompense el obtenerlo », debe, pues, referirse a un valor del oro muy superior al que conocimos antes de la Guerra, es decir, a un nivel de precios muy por bajo del nivel de dicha época.

Una vez que se lograra una elevación adecuada en el valor del oro, quisiera Lehfeldt estabilizarlo regulando la producción. Al efecto, se constituiría un Sindicato internacional que controlaría todas las minas de oro del mundo y regularía su producción con el propósito de mantener el valor del oro a un nivel constante. Realmente esta propuesta ofrece muy pocas perspectivas de realización. Aun cuando se prescindiera

(1) *Restoration of the World's Currencies*. Londres, King, 1923.

(2) *Loc. cit.*, pág. 140.

por completo de las dificultades internacionales que se opondrían a tal organización, hay que darse clara cuenta de que la regulación artificial de la producción que trate de impedir la baja secular del valor del oro tendría que laborar a muy largo plazo y desarrollar durante decenios una política que implicaría continuos y quizá importantes sacrificios económicos. La dificultad de la regulación del valor del oro partiendo de su producción, consiste, en efecto, ante todo, en que ésta actúa demasiado lentamente. Si tal regulación pudiese realmente llevarse a cabo, sería naturalmente útil, pero solamente como un nuevo medio auxiliar para la estabilización del valor del oro.

El problema que tendrá actualidad en un próximo porvenir es otro completamente distinto. No es discutible que, tal y como son actualmente los hechos, la provisión de oro del mundo amenaza ser muy reducida en el futuro. Si no se hace nada para impedir esta escasez, es inevitable el aumento de valor del oro y consiguientemente una fuerte baja en el nivel general del precio que provocará una depresión larga y en extremo perjudicial en la vida económica de todo el mundo. Ello no puede impedirse por el aumento de la producción del oro, puesto que faltan los supuestos materiales para tal elevación. En una situación como la actual, no tiene sentido afirmar que una producción suficiente de oro permitiría un valor del oro esencialmente elevado, ya que justamente debemos impedir la elevación en el valor del oro si queremos oponernos a un proceso general de deflación. No queda entonces otra posibilidad que la de regular la demanda monetaria de oro y reducirla de forma que la provisión de oro con que puede contar el mundo sea suficiente para satisfacer la necesidad de oro sin que haya que temer una nueva y grave baja del nivel del precio. Y hay que hacer esto durante un período en el cual se espere y desee que el patrón oro se restablezca con carácter general. Si se reconoce realmente que el restablecimiento del patrón oro es un importante supuesto para dotar al mundo de una sana situación valutaria, hay que estar dispuestos a allanar el camino para tal restablecimiento. Pero entonces precisa darse también clara cuenta de que no hay nada más adecuado para dificultar la vuelta al patrón oro que una continua elevación del valor del oro, que frustraría todos los esfuerzos para llegar a una cierta paridad del oro y quizá justamente en el momento en que ésta pareciera ser coronada por el éxito en un porvenir inmediato. El interés real de los productores de oro exige ante todo que el restablecimiento del patrón oro no se dificulte de tal modo que la opinión lo rechace lle-

gando como resultado a la desmonetización del oro. Lehfeldt está naturalmente interesado en alto grado en el restablecimiento del patrón oro y con gusto lo vería establecido del modo más general y efectivo que fuese posible (1). Pero no ve la antítesis irreductible que existe entre este programa y el de la elevación del valor del oro.

Seguramente es el interés por la producción del oro, como rama económica, el que induce a error a Lehfeldt, cuyo juicio es, en lo demás, muy claro. Pero los intereses de una rama de la producción no son jamás compatibles con una economía pública racional si no tienen en cuenta que la producción ha de servir los intereses de la colectividad y no la colectividad los intereses de la producción. Actualmente el mundo necesita emplear todas las energías de trabajo disponibles y todos los medios de producción, a fin de que la humanidad logre la mejor provisión posible de mercancías útiles. La creencia de que se hace un servicio a la humanidad procurando ocupación en las minas de oro a las energías productivas, equivale a un retroceso al error mercantilista más típico. Una política que tienda a elevar el valor del oro para que sea remunerador el empleo de las energías productivas de la humanidad, en mayor medida que la actual, a extraer oro de las profundidades de las minas del desierto para colocarlo luego en los sótanos de los Bancos de emisión, podrá considerarse como estimable, todo lo más, desde el punto de vista del propietario de las minas como hombre racional. El interés presente de la economía mundial consiste en que se reduzca tanto como sea posible la demanda de oro, a fin de impedir el perjudicial alargamiento del proceso de deflación que ha causado ya tantos daños. Si en el porvenir se demostrase que con ningún medio es posible limitar la demanda de oro tan enérgicamente, como sería menester para impedir un fuerte aumento de valor de este metal, no quedaría otro remedio al mundo civilizado que liberar su valuta de un metal tan poco adecuado para constituir la base del sistema monetario. Pero es de esperar que entonces el mundo podría dar ese paso en una situación más tranquila y con mejores posibilidades de colaboración internacional que las actualmente existentes.

(1) En su celo por combatir la posición contraria (loc. cit., pág. 41), me cita como si yo hubiese recomendado un sistema de valuta de papel, bien regulado, por ser superior al patrón metálico. Como no dice de dónde toma la cita y, por consiguiente, le falta al lector la posibilidad del control, aprovecho esta ocasión para referirme a la fuente: *The World's Monetary Problem. Two Memoranda*, Londres, 1921 : pág. 70 ; cfs. pág. 78 y se verá lo incorrecto del modo de citar de LEHFELDT.