



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
POSGRADO EN ECONOMÍA
CAMPO DE CONOCIMIENTO EN ECONOMÍA FINANCIERA

LA TEORIA MONETARIA EN EL PENSAMIENTO DE
MISES, HAWTREY Y KEYNES DURANTE EL PERÍODO
ENTREGUERRAS EN EUROPA 1920-1929

T E S I S

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE:

MAESTRO EN ECONOMÍA

PRESENTA:

CÉSAR FRANCISCO DUARTE RIVERA

TUTOR:

DRA. MARÍA EUGENIA CORREA VÁZQUEZ
FACULTAD DE ECONOMÍA

MÉXICO, D.F.

JULIO DE 2014



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

Para Brenda y mi familia.

Agradecimientos

Agradezco en primer lugar a la Universidad Nacional Autónoma de México por ser la institución que ha permitido mi desarrollo tanto académico como personal durante los últimos ocho años. Igualmente a la Facultad de Economía, donde he adquirido las herramientas que han servido como la base de mi labor intelectual.

Al Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología que proveyó el apoyo económico para la realización de mis estudios de maestría.

Esta investigación fue realizada también gracias al Programa de Apoyo a Proyectos de Investigación e Innovación Tecnológica (PAPIIT) de la UNAM IN300612 “Deuda, circuitos financieros y deflación”. Agradezco a la DGAPA-UNAM la beca recibida.

Agradezco enormemente a la Dra. Eugenia Correa quien además de asesorarme en la elaboración de este trabajo ha sido la piedra angular desde el inicio de mi formación como economista. El interés que tengo en la academia y en la investigación la debo en gran medida a su influencia y su apoyo.

Al Dr. Gary Dymiski que tuvo la gentileza de recibirme durante la estancia de investigación y cuyos comentarios fueron muy valiosos para la elaboración de este trabajo.

A Brenda Rico, quién además de ser uno de mis principales apoyos, tiene la capacidad de retarme a intentar ser la mejor persona que puedo ser tanto en términos personales como intelectuales.

A mis papás y a mi hermana por ser el soporte incondicional con el cual siempre puedo contar.

A Israel G. Solares, Quetzalcóatl Yedra, Lia Nakid y Nora Rosado, con quienes he entablado una gran amistad y he compartido distintos proyectos que han impulsado mi formación intelectual. Sus observaciones fueron muy valiosas para la elaboración de este trabajo.

Índice

Introducción	1
Capítulo 1. Las reparaciones de guerra y la hiperinflación alemana	8
1.1 La política monetaria durante la Primera Guerra Mundial	9
1.2 Los tratados de paz y las reparaciones de guerra	13
1.3 La hiperinflación	20
1.4 Las explicaciones sobre la hiperinflación.....	33
Capítulo 2. La libra y el regreso al patrón oro	44
2.1 El patrón oro durante el siglo XIX	45
2.2 La búsqueda de un nuevo sistema monetario internacional	54
2.3 El proceso de ajuste de la libra	57
2.4 El funcionamiento del patrón oro del período entreguerras	62
Capítulo 3. Ralph G. Hawtrey	69
3.1 Crédito sin dinero y la necesidad de la existencia del dinero.....	70
3.2 El dinero metálico	74
3.3 El papel moneda	77
3.4 El patrón oro y las condiciones de post-guerra	83
Capítulo 4. Ludwig von Mises	93
4.1 El origen y la naturaleza del dinero	94
4.2 El valor del dinero	99
4.3 Los bancos, el crédito y el dinero fiduciario	105
4.4 La inflación y el patrón oro	112
Capítulo 5. John Maynard Keynes	119
5.1 El Estado y el valor del dinero.....	120
5.2 La disyuntiva de la política monetaria	127
5.3 La propuesta para la estabilización del valor de la moneda.....	131
5.4 La crítica al nuevo patrón oro	136
Conclusiones	139
Bibliografía	150

Introducción

El período de entreguerras es uno de los más interesantes para el estudio tanto de la historia económica como de la historia del pensamiento económico en Europa. Después de la guerra franco-prusiana que terminaría en 1871, el continente gozaría de un período de relativa estabilidad. En lo que se refiere a conflictos bélicos hubo un período de paz relativa, en el sentido en que no se presentó ninguna guerra entre potencias durante estos últimos años del siglo XIX. Además se alcanzó un grado importante de estabilidad política al interior de los países. Y en términos económicos el comercio y las relaciones internacionales crecieron de manera exponencial (Polanyi, 2003).

Parecía que por fin se había alcanzado la estabilidad en Europa, sin embargo el nuevo sistema comenzó resquebrajarse. Los conflictos entre las potencias comenzaron a profundizarse y finalmente estallaría la guerra en 1914. Este conflicto fue conocido como la Gran Guerra debido a la gran cantidad de pérdidas humanas y económicas que provocó. La guerra terminaría en 1918 pero los efectos irían más allá de la destrucción material y de la pérdida de vidas humanas. Una vez terminada la guerra el sistema que había permitido la estabilidad durante los últimos años del siglo XIX se encontraba devastado. Europa tendría que entrar en un proceso de ajuste con el fin de llevar a cabo el esfuerzo de reconstrucción y reorganización del sistema económico.

En términos monetarios la situación era grave. Desde 1880 la utilización del patrón oro se generalizó y los sistemas fundamentados en el oro y la plata fueron abandonados. Sin embargo, con el estallido de la guerra los países tuvieron que abandonar el patrón con el fin de poder financiar los gastos extraordinarios generados por el conflicto. Una vez terminada la guerra la característica común era el desorden en los sistemas monetarios.

Es en este contexto en que se da uno de los debates en términos monetarios más interesantes en la historia del pensamiento económico. El tener que enfrentarse a una situación nueva donde parece que el dinero no necesita vincularse a ninguna mercancía con el fin de cumplir con sus funciones obligaba a los economistas a ampliar la visión que normalmente se había defendido.

Aunque es cierto que no era la primera vez que funcionaban sistemas monetarios sin tener ningún respaldo en metálico, esta situación normalmente había sido temporal y limitada a determinados territorios. La diferencia es que esta vez era prácticamente toda Europa la que se encontraba con un sistema basado en la circulación de moneda fiduciaria.

La teoría monetaria se convirtió en el tema que era necesario discutir. Muchas de las escuelas existentes fueron confrontadas por nuevas ideas y nuevos pensadores que surgían en todas partes de Europa. Es en los veinte donde economistas de la talla de John Maynard Keynes, Arthur Pigou, Albert Hahn, Gustav Cassel, Ralph G. Hawtrey, Ludwig von Mises, Irving Fisher, Edwin Cnaan, Rudolph Hilferding, entre otros, dieron sus primeros pasos o consolidaron sus teorías. Algunas escuelas como la austríaca, la histórica alemana o la marshalliana que venían trabajando desde el siglo XIX comenzaron a hacerse notar de manera más importante. También surgieron nuevas corrientes como la escuela de Estocolmo, o la escuela keynesiana, directamente vinculada con las ideas de Marshall.

Precisamente por esta ebullición de ideas es que se ha escogido esta época para el estudio de la teoría monetaria. El período se ha delimitado para estudiar únicamente los años que van de 1919, el primer año de la posguerra, hasta 1929, momento en que estalla la Gran Depresión. La decisión de hacerlo así se basa en que considero que una vez que la crisis hubo comenzado, el interés pasó de los temas monetarios a los temas de la producción y el empleo.

El objetivo de este trabajo es analizar el desarrollo de la teoría monetaria durante estos diez años. Para ello se analizarán a tres autores distintos, Ralph G. Hawtrey, Ludwig von Mises y John Maynard Keynes. Se parte de la idea de que las condiciones de posguerra obligaron a los autores a modificar las ideas en las cuales se habían formado. Los aparatos teóricos que habían aprendido se quedaban cortos en muchos sentidos para poder explicar la nueva realidad que estaban enfrentando.

Pero las nuevas ideas no responden solamente al nuevo contexto. Las ideas y posiciones políticas también juegan un papel fundamental en el desarrollo de la teoría. El economista no se aproxima al objeto de estudio con una posición neutral, sino que parte de una idea política, de una preconcepción que tiene del objeto que busca demostrar al desarrollar esa teoría. La idea política del científico social es lo que en parte lo lleva a buscar una teoría

que la fundamente. Y ello no se limita únicamente a las concepciones políticas sino a la ideología en general la cual termina jugando un papel determinante en la construcción de la teoría, entendiendo la ideología como referente a un “[...] sistema *completo* de pensamiento, o un conjunto coordinado de creencias e ideas, que forman un marco, o grupo de alto nivel de conceptos relacionados, de nociones más específicas y particulares, análisis, aplicaciones y conclusiones.”¹ (Dobb, 1973, p.1)

Este vínculo entre ideología y teoría económica, o ideología y economía, es una cuestión que ha sido muy poco estudiada por los economistas. (Leroux, 2004) Al comparar a la economía con el resto de las ciencias sociales, principalmente la sociología y la ciencia política, es evidente el poco interés que el economista ha mostrado por el estudio de su propia práctica científica. Ello ha provocado que la discusión de cuestiones como la influencia que la ideología tiene sobre el desarrollo de la teoría económica se haya realizado sólo de manera marginal.

Y cuando se ha hecho, el tema ha sido tratado de manera muy superficial, según Leroux. “Los economistas están acostumbrados a reducir la ideología a juicios de valor.”² (Leroux, 2004, p.160) Entonces el problema de la ideología puede simplificarse con relativa facilidad. Únicamente deben dejarse de lado los puntos de vista basados en apreciaciones personales para evitar la carga ideológica. Haciendo eso es posible construir una ciencia neutral y objetiva donde la ideología no tiene ningún peso.

Para Schumpeter la cuestión no es tan sencilla de resolver. A diferencia de los juicios de valor las ideologías son algo “[...] mucho más peligroso para el crecimiento acumulado de nuestro conocimiento y para el carácter científico de nuestros esfuerzos analíticos porque parecen estar más allá de nuestro control en un sentido en que los juicios de valor [...] no lo están.”³ (Schumpeter, 1949, p.347)

Pero esto no impide alcanzar la neutralidad y la objetividad en la ciencia. Según Schumpeter la “inclinación ideológica” se encuentra únicamente en el momento en que

¹ “[...] a whole system of thought, or coordinated set of beliefs and ideas, which form a framework, or higher-level group of related concepts, for more specific and particular notions, analyses, applications and conclusions.”

² “Economists are accustomed to reducing ideology to value judgements.”

³ “[...] are much more dangerous to the cumulative growth of our knowledge and the scientific character of our analytic endeavors because they seem beyond our control in a sense in which value judgments and special pleadings are not.”

percibimos un conjunto de fenómenos y decidimos que es interesante darles un tratamiento científico. Elegimos los hechos que van a relacionarse y descartamos otros que consideramos irrelevantes. Este acto analítico “precientífico” junto con las percepciones del investigador es lo que el autor austríaco llama visión o intuición. “La visión original es ideología por naturaleza y puede contener cualquier cantidad de ilusiones rastreables a la ubicación social de una persona, a la manera en que quiere verse a sí misma o a su clase o grupo y a los oponentes de su clase o grupo.”⁴ (Schumpeter, 1949, p.351)

Una vez que el tratamiento científico de esos fenómenos o hechos elegidos se realiza, la inclinación ideológica desaparece. Esto se debe a que este tratamiento se encuentra bajo un control objetivo, que verifica o destruye el tratamiento científico realizado. De esta forma la inclinación ideológica, aunque determinante en la elección del problema de estudio, por llamarlo de alguna manera, debe ser irrelevante al momento de analizar científicamente dicho problema.

Por esta razón Schumpeter es optimista. La ideología económica se supera a medida que las pruebas científicas que se realizan se perfeccionan cada vez más, con el avance de la ciencia. Y aunque “alguna ideología siempre estará con nosotros”, ésta tiene una función positiva al significar el prerequisite del trabajo científico. “Sin ellas no sabríamos qué es lo que queremos saber [...] sin la ideología nunca pensaríamos en la pregunta.”⁵ (Robinson, 1964, p.9)

El problema con la posición de Schumpeter, compartida con Robinson, es que limitan la influencia de la ideología a lo que podríamos denominar el primer momento del análisis económico. La ideología es el impulso inicial hacia la realización de la práctica científica, sin embargo, una vez que estamos al interior del campo científico ella debe y puede desaparecer. La teoría económica propiamente dicha es objetiva. Y esto es así porque la teoría económica es entendida por el autor austríaco como una “caja de herramientas”, un instrumento para el análisis que es neutral en sí mismo. Esto supone que la teoría económica funciona más como un marco, sin contenido en sí mismo. “Lo que es altamente

⁴ “The original vision is ideology by nature and may contain any amount of delusions traceable to a man's social location, to the manner in which he wants to see himself or his class or group and the opponents of his own class or group.”

⁵ “Without them we would not know what we want to know [...] without ideology we would never have thought of the question.”

cuestionable es si en la economía [...] si se pone atención al contenido económico de una teoría como algo distinto de su marco analítico, alguna parte de la teoría pueda mantener la independencia y neutralidad afirmada para el análisis formal.”⁶ (Dobb, 1973, p.6)

La elección o construcción del “marco analítico” implica enfatizar determinadas relaciones dejando de lado otras. Algunas partes de la realidad son resaltadas mientras que otras son dejadas de lado. (Dobb, 1973) La concepción que tenga el economista de la realidad y de los procesos económicos determinará de alguna manera la manera en que se establece el modelo teórico. Por tanto la teoría es algo más que un marco de análisis, es una explicación de la realidad, del proceso económico.

“Los instrumentos y métodos del análisis social nunca pueden ser radicalmente neutrales con relación a su objeto.”⁷ (Mészáros, 1972, p.46) La situación socio-económica del científico determina la concepción que tiene del objeto, y con base en ella es que construye los instrumentos y métodos que utilizará para llevar a cabo el análisis social en general, y económico en particular. El entendimiento de la realidad, antes de la práctica científica, termina siendo determinante no sólo en la elección del problema sino también en la respuesta a la pregunta planteada.

La ciencia social no puede ser neutral, no puede aproximarse al objeto desde una posición completamente objetiva. Tiene una función política que cumplir que le impide ser independiente de las condiciones históricas en las que se desarrolla. “Al traer a la luz los mecanismos sociales que aseguran el mantenimiento del orden establecido [...] la ciencia social necesariamente toma partido en la lucha política.”⁸ (Bourdieu, 1975, p.36) Y el científico social también lo hace. Pero al no darse una aproximación neutral al objeto, el lado elegido en la lucha política no se encuentra determinado por el resultado arrojado por la práctica científica, sino más bien el resultado se encontrará determinado de alguna manera por el lado elegido con anterioridad. La elección del problema, así como de los

⁶ “What is highly questionable is whether in economics [...] if one pays attention to the economic content of a theory as distinct from its analytical framework, any part of the theory can preserve the independence and neutrality claimed for the formal analysis itself.”

⁷ “[...] the instruments and methods of social analysis can never be radically neutral with regard to their object.”

⁸ By bringing to light the social mechanisms which ensure the maintenance of the established order [...] social science necessarily takes sides in the political struggle.

hechos y las relaciones que se utilizarán para la construcción del modelo determinan de alguna manera el resultado arrojado por el mismo.

“La ciencia es de hecho [...] una actividad eminentemente política.”⁹ (Wacquant, 1992, p.47) Es a partir de esta idea con la que se pretende realizar el análisis del desarrollo de la teoría monetaria de los tres autores elegidos. En los tres casos se puede observar cómo la teoría se construyó a partir del contexto social que enfrentaban los autores así como de sus posiciones políticas.

No obstante, también se observarán los límites de esta idea que no debe radicalizarse. La ciencia no se construye puramente buscando fundamentar un fin político. Juegan otros factores en la forma que asumen las teorías como el desarrollo anterior de las ciencias y el contexto científico mismo en que esas teorías se desarrollan. Lo que se busca resaltar entonces es que la construcción de la economía viene atravesada por las ideas políticas de los economistas, las cuales se encuentran a sí mismo determinadas por el contexto social que cada uno de ellos enfrenta.

Para ello se analizarán en primer lugar dos fenómenos que definirían en gran medida el curso que tomaría el sistema monetario internacional durante los siguientes años. El primero es la hiperinflación alemana que va de 1919 a 1924. El segundo es el regreso de la libra al patrón oro en 1925, cuyo desenlace implicó discusiones y debates por más de seis años.

Una vez entendidos estos dos fenómenos se puede proceder al análisis de la obra de los autores a estudiar. En primer lugar se explicará la visión de Hawtrey que parte de una economía donde no existe el dinero pero donde el crédito juega un papel fundamental. A pesar de que este sistema puede funcionar el dinero se vuelve necesario para lograr la estabilidad. Sin embargo, la única manera de garantizarla es mediante la intervención de algún organismo regulador.

La teoría de Mises se estudia en el cuarto capítulo. La teoría subjetiva del valor es la base en el análisis de Mises. Considerando la actuación del individuo comienza a analizar el origen y la naturaleza del dinero, el cual considera únicamente como un medio de intercambio. Sin embargo, a medida que las transacciones comerciales se complejizan el

⁹ “Science is indeed [...] an eminently political activity.”

papel del dinero es cada vez más importante. Se llega al punto donde los bancos juegan un papel fundamental y su actividad puede generar desequilibrios importantes en el sistema. Pero ello no significa que deba existir una regulación. La intervención del Estado es lo más perjudicial que puede haber al interior de un sistema económico por ello es necesario encontrar una manera de reducirla a su mínima expresión. De esta forma las fuerzas del mercado permitirán que esos desequilibrios no se profundicen.

Finalmente se presenta la teoría de John Maynard Keynes. El análisis de este autor parte de una reinterpretación de la teoría cuantitativa del dinero. En lugar de que las modificaciones en la cantidad de dinero lleven a variaciones proporcionales en el nivel de precios, la modificación en la demanda de dinero puede contrarrestar o potenciar este efecto. Pero incluso las modificaciones en el valor del dinero pueden generarse por cambios en la demanda de dinero. Si esto ocurre es indispensable la intervención del Estado utilizando los instrumentos de política económica que tienen a su disposición con el fin de mantener la estabilidad en la moneda.

Capítulo 1. Las reparaciones de guerra y la hiperinflación alemana

Unos años después del fin de la Primera Guerra Mundial se presentó en Alemania y en otros países de Europa del Este un fenómeno monetario que tendría gran trascendencia para el futuro del sistema monetario internacional. La tasa de crecimiento de los precios alcanzó niveles exorbitantes con trágicas consecuencias económicas y sociales para los territorios afectados. La hiperinflación hizo su aparición poco después de que el patrón oro había sido abandonado. Al no existir un ancla para el valor de la moneda los países habían gozado de absoluta libertad en la emisión de papel moneda, libertad que explotaron hasta el límite. Esto hizo que el regreso al patrón se viera como una necesidad si el objetivo era evitar el desorden monetario que había ocurrido en estos países.

No obstante, parece ser que las verdaderas causas de la hiperinflación no se encuentran en el abandono del patrón oro y la utilización de una moneda fiduciaria que no tuviera un sustento material, sino en las condiciones económicas impuestas después de la guerra y/o en las decisiones de política económica que se tomaron durante este período.

En este capítulo se discute este fenómeno así como las posibles explicaciones del mismo. Para ello se considerarán los diversos factores que pudieron haber tenido cierto impacto sobre las condiciones económicas en Alemania, lo que podría haber llevado al crecimiento exorbitante de los precios. En primer lugar se analiza la política que se ejerció durante la Primera Guerra Mundial y la situación alemana al comienzo de 1919. El camino seguido durante el conflicto determinaría en gran medida los acontecimientos posteriores. En la segunda sección se toca el tema de las reparaciones de guerra desde su discusión hasta su imposición y las dificultades para su pago. En el tercer apartado se analiza la política monetaria de la posguerra y el origen y desarrollo del proceso hiperinflacionario hasta su fin con la determinación de sustituir a la vieja moneda por un nuevo marco. También se discuten los efectos del crecimiento de precios sobre algunas variables económicas clave. Finalmente se hace una pequeña revisión de las distintas explicaciones teóricas que se han dado del fenómeno hiperinflacionario, así como de los debates que han surgido entre las

distintas interpretaciones. Principalmente se discuten las explicaciones dadas por Cagan y Bresciani-Turroni, representantes del llamado enfoque monetarista.

1.1 La política monetaria durante la Primera Guerra Mundial

El estallido de la Primera Guerra Mundial estuvo acompañado de una ligera crisis de confianza en la mayoría de los países inmersos en el conflicto. Alemania no fue la excepción. Durante el mes de julio de 1914 hubo una corrida bancaria que redujo el monto de los depósitos de los bancos en un 20% (Kindleberger, 2011, p.395), al tiempo que las cotizaciones de las acciones se desplomaron. El gobierno intervino creando los *Darlehnskassen*, bancos encargados de proporcionar créditos de guerra con el fin de resolver los problemas de liquidez que pudieran enfrentar las empresas. Por su parte el *Reichsbank* aumentó la tasa de descuento del 5 al 6% pero esta medida sería transitoria ya que para diciembre la tasa había regresado al 5%, y se mantendría ahí durante la mayor parte del conflicto. Las medidas fueron exitosas ya que el pánico no tuvo mayores consecuencias y permitió a Alemania continuar con los gastos de la guerra.

La cuestión, una vez controlados los problemas iniciales, era encontrar la mejor manera de financiar el gasto público relacionado con la guerra. La incursión en un conflicto de esta magnitud implica un esfuerzo extraordinario por parte de los países involucrados. Después de todo no es cosa sencilla mantener ejércitos trabados en las trincheras, suministrarles de alimentos, armas, equipo, etc. al tiempo que se tiene que tratar de mantener el nivel de vida lo más que se pueda al interior del propio país.

En una situación normal de paz cuando el gobierno de un país no tiene los recursos suficientes para sufragar sus gastos puede recurrir a tres vías de financiamiento: la primera es un aumento en los impuestos, la segunda es recurrir al financiamiento ya sea externo o interno, y la tercera es simplemente crear más dinero echando a andar la “maquinita de billetes”.

En lo que se refiere a la vía de los impuestos Alemania la utilizó tan sólo marginalmente. Según Kindleberger sólo el 13% del financiamiento de la guerra se realizó mediante impuestos. (Kindleberger, 2011, p.395) Según el mismo autor esto se debió en parte a la estructura impositiva. Los impuestos recaudados por algunos estados, como el caso de

Prusia, sobrepasaban los obtenidos por el gobierno federal. Lo mismo ocurría con los montos de la deuda. El Ministro de Hacienda de la época, Karl Helfferich, optó por dejar intacta la estructura impositiva y financiera y en su lugar exigió por parte de los estados una contribución para la defensa de 1,000 millones de marcos en 1913, 1914 y 1915. Los tipos impositivos nunca aumentaron y sólo se impusieron algunos impuestos sobre el consumo.

La segunda vía era el endeudamiento ya fuera externo o interno. Los canales internacionales de crédito estaban cerrados para Alemania, como consecuencia del bloqueo llevado a cabo por las potencias aliadas. Los Aliados tenían una gran ventaja a este respecto en comparación con las Potencias Centrales, Estados Unidos estaba de su parte. El país americano no tuvo que sufrir las consecuencias del conflicto dentro de su territorio y contaba con recursos excedentes debido al boom que significó la guerra para su economía. De ahí que tenía recursos suficientes para proveer a los aliados mediante préstamos y créditos de guerra. Francia y Gran Bretaña podían recurrir a estos préstamos para financiar sus gastos, Alemania no tenía un patrocinador de este tipo por lo que la opción del crédito externo estaba cerrada. La única opción que tenía Alemania para obtener “ayuda” externa era a través de la adquisición de recursos materiales de los territorios ocupados. (Kindleberger, 2011)

“El gobierno no hubiera sido capaz de financiar la primera fase de la Guerra con impuestos, debido a la dificultad de obtener una suma suficiente mediante contribuciones en unos cuantos días, y tampoco con préstamos, debido a la tensión del mercado financiero internacional.”¹⁰ (Bresciani-Turroni, 1968, p.49)

En lo que se refiere al crédito interno, la forma más recurrente que utilizó el gobierno alemán para financiarse fue la creación de dinero. Varios factores jugaron en el comportamiento de esta variable en el caso alemán. A partir de 1914 se suspendió la convertibilidad a la par del marco con el oro, el impuesto sobre la circulación de billetes por encima de 550 millones de marcos fue abolido, se permitió al *Reichsbank* utilizar los bonos del Tesoro a tres meses como reservas para respaldar la circulación de billetes y como ya se mencionó la tasa de descuento se fijó en 5% y se organizaron los

¹⁰ “The Government would not have been able to finance the first phase of the war with taxes, because of the difficulty of obtaining a sufficient sum by contributions in a few days, nor with loans, because of the tension of the internal financial market.”

Darlehnskassen (Webb, 1984; Kindleberger, 2011). La mesa estaba puesta para llevar a cabo una política intensiva de emisión de dinero con el fin de financiar el esfuerzo de guerra.

Según Webb (1984) la política del banco central alemán, el *Reichsbank* fue totalmente pasiva a partir de esta fecha y hasta 1923. No se impusieron límites al descuento y a la monetización de activos que los agentes privados quisieran volver líquidos. De esta manera la oferta de billetes del banco central era completamente endógena, el banco central no imponía límites a la cantidad de billetes que ponía en circulación al optar por una política laxa para responder a las presiones financieras de la guerra, pero que se extendió más allá por razones que se verán más adelante. “Así, la oferta monetaria técnicamente era endógena y no una variable objetivo, pero el banco central la controlaba mediante modificaciones en la tasa de descuento y el racionamiento del crédito.”¹¹ (Webb, 1984, p.501)

No es que no se tuviera la capacidad de limitar la cantidad de marcos en circulación por parte del banco central, lo que pasó fue que esta institución decidió no hacer uso de esa capacidad. La oferta de dinero era endógena pero esto fue decisión del banco central alemán. En el momento en que se decidiera podía controlar la cantidad de dinero en circulación.

Según Fergusson (1984) el gobierno alemán fue uno de los grandes beneficiarios de esta política pasiva. El Tesoro alemán fue autorizado a emitir bonos sin ninguna restricción, los cuales estaban respaldados por billetes del *Reichsbank*. Estos bonos eran emitidos a seis meses y eran convertidos periódicamente en empréstitos de guerra. La oferta monetaria estaba entonces determinada en parte por las necesidades financieras del gobierno cuyo manejo se encontraba en manos de la Tesorería, la cual estaba enfocada a obtener recursos para el esfuerzo de guerra, y podemos pensar que la estabilidad del valor de la moneda pasaba a segundo término. La deuda flotante del *Reich* alemán pasó de 0.3 millones de marcos en julio de 1914 a 55.2 millones de marcos para diciembre de 1918. (Kindleberger, 2011)

¹¹ “Thus, the money supply technically was endogenous and not explicitly a target variable, but the central bank did control it by varying the discount rate and rationing credit.”

Como consecuencia de todos estos factores la cantidad de dinero en circulación en 1917 era cinco veces superior a la existente en 1913. La cantidad de dinero en circulación en Alemania pasó de 6,323 millones de marcos en junio de 1914 a 33,106 millones de marcos para diciembre de 1918 al tiempo que los depósitos de la banca privada pasaron de 8,392 a 29,981 millones en el mismo lapso. (Kindleberger, 2011)

El abandono del patrón oro fue fundamental para que una política de este tipo pudiera llevarse a cabo, ya que significaba la supresión de la convertibilidad de los billetes del banco central en oro. Las reservas en metálico hubieran sido insuficientes para respaldar una expansión en la emisión de tal magnitud. En momentos de conflicto bélico la demanda de metálico se acrecienta ante la incertidumbre generada por las condiciones políticas y económicas. La confianza en los billetes disminuye, de ahí que fuera indispensable abandonar la convertibilidad libre para evitar problemas con las reservas de metálico, las cuales podían utilizarse para realizar operaciones en los mercados internacionales.

Acompañando el incremento en la emisión vinieron la devaluación del marco y la inflación. Utilizando índices siendo el año 1913=1 los precios al por mayor en 1914 tuvieron un promedio de 1.05. En 1918 el nivel de precios alcanzó en promedio un índice de 2.17. Por su parte el tipo de cambio del marco respecto al dólar pasó de un índice de 1.017 en 1914 a 1.43 en 1918. (Kindleberger, 2011) Comparado con lo que pasaría en los años posteriores la política elegida por el banco central no parece haber tenido consecuencias demasiado graves en lo que se refiere a aspectos monetarios. Los niveles de devaluación del marco y de crecimiento de los precios podrían considerarse incluso normales para un período caracterizado por una guerra.

Una vez que hubo terminado el conflicto bélico los países participantes tenían dos opciones. Podían continuar con la política monetaria y fiscal expansiva con el riesgo de profundizar el problema inflacionario, o podían aplicar políticas contractivas que ayudarían a estabilizar el valor de la moneda. Gran Bretaña optó por la segunda opción ya que tenía como prioridad estabilizar su sistema monetario y retornar el patrón oro a la paridad que la libra tenía con el metal antes del comienzo de la guerra. “[...] los gobiernos procuraron en vano volver al pasado sin percatarse de que no podía haber ningún retorno.” (Aldcroft, 1985, p.72). Por su parte, algunos países como Alemania, Austria, Hungría y Francia

optaron por la primera opción. Las condiciones que tuvieron que enfrentar los primeros tres fueron muy diferentes a las del resto de Europa debido a las obligaciones establecidas en los tratados de paz que tuvieron que firmar una vez hecha oficial su rendición.

1.2 Los tratados de paz y las reparaciones de guerra

Si existe un punto en el cual la mayoría de los autores están de acuerdo en lo que se refiere a la explicación de la hiperinflación alemana es en el papel que jugó el pago de las reparaciones de guerra como un fuerte mecanismo de presión a las finanzas del gobierno.

Al culminar la Primera Guerra Mundial los países vencidos tuvieron que enfrentar las condiciones que les impusieron los vencedores. A través de los Tratados de Paz los Aliados buscaban garantizar que una nueva guerra no volviera a ocurrir y la manera en la que decidieron lograr este objetivo fue acabar con el poder del enemigo mediante imposiciones financieras y el desmembramiento de los territorios. El imperio Austro-Húngaro fue desmembrado y algunos años después lo sería el Imperio Otomano aunque en ello jugaron otros factores, no sólo las imposiciones de los Aliados.

El mayor perdedor de la guerra fue Alemania. El 28 de junio de 1919, después de algunos meses de discusión por parte de los representantes de los Aliados, fue firmado el Tratado de Versalles donde se estipulaban las condiciones bajo las cuales se daría el armisticio por parte de Alemania. El objetivo era evitar que este país volviera a ser la gran potencia militar que era antes de la guerra. De esta manera se podría garantizar la paz en Europa. A pesar de que existía un consenso entre los Aliados en lo referente a lo que se buscaba, cada país tenía una opinión propia respecto a la mejor manera de lograrlo. Además algunos países buscaban intereses particulares. Para Francia el Tratado de Versalles representaba una oportunidad para vengarse de lo sufrido una vez terminada la guerra franco-prusiana en 1871.

“No estaban preocupados por la vida futura de Europa; sus medios de subsistencia no eran su ansiedad. Sus preocupaciones, buenas y malas por igual, se relacionaban con fronteras y nacionalidades, con la balanza de poder, con engrandecimientos imperiales, con el debilitamiento futuro de un enemigo fuerte y peligroso, con la venganza, y con el

desplazamiento por parte de los vencedores de sus insoportables cargas financieras hacia los hombros de los vencidos.”¹² (Keynes, 1971, p.56)

Una de las primeras medidas del tratado fue ordenar el desarme inmediato del país. Para un país que había vivido bajo el poder de los militares esto representaba un golpe estratégico. De hecho en noviembre de 1918 los militares dejarían el poder y el Partido Socialdemócrata asumiría el control del gobierno alemán. A pesar de que hubo algunos intentos por parte de los militares de retomar el control, estos fracasaron y se formó de esta manera lo que sería conocido como la República de Weimar.

El territorio alemán fue desmembrado. Según Aldcroft (1985) Alemania fue desposeída del 13.5% de su territorio y del 10% de su población, además del 48% de su mineral de hierro, 19% de su capacidad de producir acero y hierro, 15% de sus tierras cultivables, 40% de sus altos hornos, entre otras cosas. En total perdió alrededor del 15% de su capacidad económica respecto a la que tenía antes del inicio de la contienda.

Este tipo de decisiones terminarían generando resentimiento y frustración al interior de los países afectados, lo que degeneraría en un nacionalismo radical que muchos autores identifican como las bases para el surgimiento de los movimientos fascistas en Europa. Los tratados de paz con los que acaba la Primera Guerra Mundial representarían los primeros pasos para el estallido de la Segunda Guerra Mundial.

Además de los castigos territoriales se impusieron castigos financieros, las reparaciones de guerra que Alemania tenían que pagar a los países vencidos. Una vez establecido el monto total de las reparaciones Alemania se convirtió en el primer país deudor a nivel mundial al finalizar la Primera Guerra Mundial teniendo a once acreedores. La paradoja consiste en que, como se mencionó anteriormente, el acceso de Alemania a los recursos internacionales estuvo restringido prácticamente en su totalidad debido al bloqueo impuesto por los Aliados durante la guerra, por lo que el endeudamiento externo en estos años no pudo haber sido muy grande.

En un primer momento fue pospuesta la decisión del monto de reparaciones que debía pagar Alemania debido a que Francia exigía que los alemanes pagaran todos los daños

¹² “The future life of Europe was not their concern; its means of livelihood was not their anxiety. Their preoccupations, good and bad alike, related to frontiers and nationalities, to the balance of power, to imperial aggrandizements, to the future enfeeblement of a strong and dangerous enemy, to revenge, and to the shifting by the victors of their unbearable financial burdens on to the shoulders of the defeated.”

ocasionados en los países afectados por la guerra además de sus costos bélicos, mientras que Estados Unidos exigía que solamente se realizara el pago de los daños mientras que los costos bélicos tendrían que ser enfrentados por cada país independientemente. Lo que sí se estipuló es que debería comenzarse inmediatamente a pagar una parte del monto a determinar en oro y billetes (dólares), además de algunos de los pagos en especie. Se creó la Comisión de Reparaciones cuya tarea era determinar el monto de las reparaciones que debía pagar Alemania.

Keynes analizaría las condiciones del Tratado en su obra de 1920, *Las consecuencias económicas de la paz*, específicamente el esquema de estos pagos y las consecuencias que tendrían para la economía alemana. Según este autor el sistema económico alemán antes de la guerra se fundamentaba en tres factores principalmente: el comercio exterior, la explotación de carbón y hierro, y finalmente su sistema arancelario y de transportes. “El Tratado busca la destrucción sistemática de los tres, pero principalmente la de los primeros dos.”¹³ (Keynes, 1971, p.66)

En lo que se refiere al comercio exterior la marina mercante alemana fue entregada prácticamente en su totalidad a los Aliados, así como todas sus posesiones y títulos en el exterior. Además de que los Aliados podían expropiar en cualquier momento cualquier propiedad dentro de su territorio que estuviera en manos de ciudadanos alemanes, y obligaba al gobierno alemán a expropiar las propiedades de sus ciudadanos en el territorio de sus aliados durante la guerra y entregarlas a la Comisión de Reparaciones.

Alemania debía ceder a Francia las minas de carbón ubicadas en la región del Saar, y debía realizarse un plebiscito en la región de la Alta Silesia para determinar si era cedida a Polonia o se mantenía como parte del territorio alemán. Según Keynes el perder esta región hubiera representado una pérdida de un poco menos de la tercera parte de las reservas de carbón alemanas. El resultado del plebiscito fue favorable a Alemania, sin embargo después de una serie de conflictos al interior de la región su territorio fue dividido entre Polonia y Alemania.

Además de la pérdida de las minas de carbón se obligaba a Alemania a entregar en promedio 25 millones de toneladas de carbón anualmente a Francia, Bélgica, Italia y

¹³ “The Treaty aims at the systematic destruction of all three, but principally of the first two.”

Luxemburgo. Todas estas medidas dejaban a Alemania con 78 millones de toneladas de carbón para uso propio en comparación con el consumo anterior a la guerra de 139 millones de toneladas. (Keynes, 1971, p.89) En lo que se refiere al mineral de hierro Alemania perdía con el tratado aproximadamente el 75% de su producción con la entrega de la región de Alsacia-Lorena a Francia. (Keynes, 1971, p.98)

De esta manera el país tenía que enfrentar un déficit en dos insumos fundamentales para el desarrollo de la industria de la época, cuya posesión había representado además una ventaja estratégica para el sistema económico alemán ya que era uno de los principales productores de estos minerales hasta antes de la guerra. La industria alemana se había vuelto dependiente respecto al exterior. Y además se habían eliminado buena parte de los medios mediante los cuales se podía llevar a cabo este comercio con la entrega de la marina mercante, lo que significaba un incremento en los costos de acceso al mercado internacional. El sistema económico alemán recibía un golpe fatal con estas dos medidas.

Lo que quedaba aún por determinar era el monto de las reparaciones. De acuerdo con los cálculos de Keynes el monto total de pérdidas a raíz de la guerra para Francia, Bélgica y Gran Bretaña y el resto de los Aliados ascendía a aproximadamente 10.6 mil millones de dólares, es decir, la tercera parte de lo que se estaba exigiendo pagar a Alemania. Tomando en cuenta esta cifra Keynes consideraba que lo que debía exigirse a Alemania debían ser 10 mil millones de dólares, propuesta que se acompañaría por una cancelación de todas las deudas interaliadas y la renuncia por parte de Gran Bretaña de la parte de las reparaciones que pudiera corresponderle. Estas propuestas “[...] habrían abierto para Europa alguna posibilidad de estabilidad financiera y reconstrucción.”¹⁴ (Keynes, 1971, p.148).

El mismo autor estaba consciente de que esta propuesta era tal vez demasiado optimista, ya que la actitud que habían mostrado los Aliados, principalmente Francia, no daban ningún indicio de que la cifra pudiera ser de esta magnitud. La expectativa de Keynes era que a Alemania se le cobraría poco menos de 40 mil millones de dólares, la cual resultó ser algo exagerada pero no demasiado alejada de lo que ocurriría al final.

En el informe inicial de la Comisión de Reparaciones de enero de 1921 se sugería que la indemnización debía ser de 226 mil millones de marcos oro más un impuesto sobre

¹⁴ “[...] they would have opened up for Europe some prospect of financial stability and reconstruction.”

exportaciones de 13%. (Kindleberger, 2011, p.405). Después de una serie de reuniones y aplazamientos que tenían efectos devastadores sobre el marco alemán, ya que cada vez que se aplazaba la determinación del monto de las reparaciones el marco se devaluaba un poco más, en abril de 1921 se determinó que Alemania debería pagar 33 mil millones de dólares, 132 mil millones de marcos oro la mayoría de los cuales deberían ir a parar a Francia. El pago se realizaría a través de una anualidad de 2,200 millones de marcos además del 26% de impuesto sobre las exportaciones alemanas. La primera reacción de Alemania fue rechazar las condiciones establecidas por la Comisión pero después de un ultimátum lanzado por los Aliados, Alemania aceptó en mayo de 1921. Cabe señalar que hasta antes de esa fecha Alemania ya había pagado reparaciones por un monto de 8 mil millones de marcos oro, que representaban alrededor del 20% del ingreso nacional alemán de 1921. (Eichengreen, 1992, p.129)

El acuerdo final obligaba a Alemania a cubrir 3 mil millones de marcos oro anualmente, aproximadamente. Esto sería así hasta cubrir la cifra de 50 mil millones de marcos oro. Una vez alcanzado ese monto se definiría un nuevo esquema de pagos ya que se esperaba que para ese momento la capacidad de pago alemana se hubiera incrementado.

Alemania necesitaba aumentar la recaudación de impuestos. La recaudación era posible según Aldcroft, sin embargo existieron intentos de incrementar los impuestos que únicamente generaban salidas de dinero y evasión fiscal. Tal vez el problema era que el gobierno seguía manteniendo su gasto para apoyar la actividad económica. “Tanto el gobierno federal como los estatales estaban gastando grandes sumas en proyectos o actividades que elevaban el nivel de vida del pueblo pero que no tenían ninguna relación directa con las reparaciones.” (Aldcroft, 1985, p.111).

Entonces regresamos a la discusión mencionada, continuar con la política expansiva y pagar el costo de la inflación y de las deudas, o aplicar una política contractiva con tal de alcanzar superávit fiscales pero tener que enfrentar problemas de recesión y desempleo como los que estaban ocurriendo en Gran Bretaña. Entonces Aldcroft propone sacrificar el crecimiento para pagar la deuda que era precisamente lo que los Aliados buscaban. La respuesta de Alemania podría verse como una especie de enfrentamiento ante esta imposición. Entonces el problema no era tanto el monto sino el momento y la manera como

Alemania enfrentó sus obligaciones, según Aldcroft. “El resultado del argumento es que las reparaciones a la escala prevista no estaban fuera de los límites de la realidad, pero que una reducción de las mismas ciertamente habría facilitado mucho las cosas.” (Aldcroft, 1985, p.114).

Pero no todo terminaba ahí. Para Alemania no sólo era recaudar recursos sino también convertirlos en medios de pago internacionales. Para realizar esto se necesitaba contar con un superávit comercial. Según Eichengreen (1992) para lograr obtener esas divisas el superávit comercial necesitaba ser equivalente al 80% de las exportaciones de 1921-1922. El problema era que Alemania enfrentaba una fuerte dependencia a las importaciones en esos momentos, por lo que al buscar incrementar las exportaciones, las importaciones crecían proporcionalmente haciendo muy difícil lograr el superávit comercial. Y el reducir las importaciones afectaba de manera dramática la actividad económica.

En la opinión de Keynes, Alemania podía recurrir a las reservas de oro, la flota naval, los títulos extranjeros y el valor de las propiedades en territorios cedidos para pagar las reparaciones, y a efectivo y materiales como carbón para realizar los pagos anuales. Haciendo su cálculo con base en las condiciones económicas en las que Alemania estaba al finalizar la guerra y considerando las afectaciones al sistema económico generadas por las exigencias que se hacían en el tratado Keynes nos dice que la máxima cifra que hubiera podido pagar Alemania hubiera sido de 10 mil millones de dólares (Keynes, 1971, p.200). Esta cifra representa una tercera parte de lo que en realidad se exigió pagar a Alemania.

Vemos que existe una gran disparidad en las consideraciones de la capacidad de pago de Alemania. La dificultad del cálculo de Aldcroft reside en el hecho de que está considerando un escenario contrafactual, un “qué hubiera pasado si...”. En el caso de Keynes, el momento en que escribe el libro no le da suficiente información ya que únicamente está haciendo estimaciones de la capacidad económica de Alemania al finalizar la guerra. Lo que queda claro es que el argumento de Aldcroft muestra una tendencia a favorecer la opinión esgrimida por los Aliados, Alemania sí podía pagar, simplemente decidió priorizar otras cuestiones. Se pedía a Alemania sacrificar su actividad económica y enfocarla de lleno al pago de las reparaciones. Esto implicaba mantenerse prácticamente en el mismo estado en el que el país había quedado al terminar la guerra. Una vez pagadas las

reparaciones habría tiempo para fomentar la actividad económica e incrementar el nivel de vida de la población.

En junio de 1921 se realizó el primer pago y en agosto el segundo pago de mil millones de marcos oro financiados en un 60% con créditos extranjeros según Fergusson (1984). Pero la capacidad del gobierno alemán para cubrir sus obligaciones estaba bastante limitada. El gobierno era incapaz de hacerse de recursos, la recaudación de impuestos no era suficiente para cubrir las obligaciones y se enfrentaba un déficit constante. Se necesitaban oro y/o divisas para realizar el pago de las obligaciones. Las reservas desaparecieron rápidamente por lo que el gobierno optó por la emisión de dinero para comprar los recursos necesarios en el exterior. Las reparaciones representaban una carga que el gobierno alemán no podía soportar. “El costo de las obligaciones del tratado, incluyendo los pagos de reparaciones, absorbió más del 80 por 100 del total de ingresos del gobierno excluido el endeudamiento y en 1922-1923 superó dichos ingresos.” (Aldcroft, 1985, p.105).

Hasta ese momento, según Aldcroft, la mayoría de los pagos se habían realizado en especie mediante equipo y cesiones de propiedades en el extranjero. Esta vía se había agotado rápidamente lo que explica que para agosto de 1921 se hubiera tenido que recurrir al financiamiento externo. En el verano y otoño de 1922 la entrega de compensaciones en especie se retrasaron y Alemania solicitó la moratoria temporal ya en pleno proceso hiperinflacionario. Los franceses se rehusaron y en enero de 1923, temiendo el impago por parte de los alemanes, invaden la región del Ruhr junto con los belgas, lo que terminó profundizando los problemas al interior del país. Los trabajadores de esta región reaccionaron entrando en huelga, y su movimiento fue apoyado por el gobierno que emitió más dinero para ayudar a los mineros. En 1923 se intentó alcanzar un nuevo acuerdo con el arbitrio de los británicos pero fracasó.

Los efectos del Tratado de Versalles determinarían el futuro de Alemania de una manera trágica para las décadas siguientes. El problema de las reparaciones sería resuelto hasta muchos años después y estaría estrechamente vinculado con la solución del problema hiperinflacionario. Este proceso habría comenzado desde finales de la Primera Guerra Mundial y se aceleraría durante los años de 1922 y 1923, y una de sus principales causas

fue la presión exorbitante que representaba el monto de la indemnización sobre la economía alemana.

1.3 La hiperinflación

Con lo dicho hasta ahora tenemos un panorama más o menos claro de lo que era Alemania unos años después del fin de la Primera Guerra Mundial. El gobierno había venido aplicando una política monetaria y fiscal expansiva desde la guerra lo que había generado ciertos niveles de inflación y devaluación del tipo de cambio pero nada relevantes tomando en cuenta la magnitud del fenómeno posterior. A esto podemos añadir el cambio en las condiciones políticas donde se pasó de un gobierno militar a uno civil conformado por una coalición de centro-izquierda.

Una vez firmado el Tratado de Versalles existía incertidumbre respecto al monto en que se establecerían las reparaciones. Como ya se mencionó, la economía alemana ya traía cierto impulso inflacionario, pero una característica fundamental de lo ocurrido en los primeros años fue el rezago entre la inflación y la depreciación del marco. El nivel de depreciación era mucho mayor que el nivel de incremento en los precios. Según Eichengreen esto se debió a dos factores; el primero fue el control y regulación de los precios domésticos por parte del gobierno. Estas medidas fueron aplicadas en la venta de granos, las rentas de las casas, las tarifas de los ferrocarriles, etc. La segunda, a la cual el autor atribuye mayor peso, son las mismas características de los mercados internacionales en donde los precios se ajustan casi inmediatamente respondiendo a las tendencias existentes y a las expectativas futuras, mientras que en los mercados domésticos existen contratos y acuerdos de largo plazo que determinan el nivel de precios. De esta manera existe una brecha entre la modificación de los precios en los mercados internacionales y la que ocurre en los mercados domésticos. “El efecto fue reducir a la mitad el precio de los bienes domésticos en relación al precio de las importaciones de bienes estadounidenses a lo largo del año calendario 1919.”¹⁵ (Eichengreen, 1992, p.135)

¹⁵ “The effect was to halve the price of domestic goods relative to the price of imports of U.S. goods over the course of the calendar year 1919.”

En el siguiente cuadro se observa claramente la tendencia que siguieron los precios y el tipo de cambio. Como se observa la depreciación fue mucho mayor que la inflación en los primeros años, mientras que la tendencia se revierte a partir de 1922 donde el ritmo de crecimiento de los precios se acelera, y en 1923 cuando rebasa el ritmo de depreciación del marco.

Cuadro 1.1
Tipo de cambio del dólar y precios interiores en Alemania 1918-1923
(1918=1; 31 julio 1923=1)

	Precios interiores	Tipo de cambio
Octubre 1918	1.00	1.00
Octubre 1919	2.11	4.07
Febrero 1920	5.06	15.03
Octubre 1920	5.41	10.34
Mayo 1921	5.27	9.44
Octubre 1921	9.30	22.76
Julio 1922	38.70	74.78
Octubre 1922	206.27	482.36
Junio 1923	7,040.90	16,677.58
31 julio 1923	1.00	1.00
14 agosto 1923	3.91	2.454*
15 septiembre 1923	206.832**	82.06
23 octubre 1923	85,000.00	50,763.00
30 octubre 1923	109,938.00	66,031.0***
30 noviembre 1923	853,664.60	381,679.40

* 15 agosto 1923

** 18 septiembre 1923

*** 31 octubre 1923

Fuente: Kindleberger (2011); extraído de Bernholz (1982)

El tipo de cambio, así como la tasa de inflación, respondían de manera abrupta ante las modificaciones en la información referente a las reparaciones, y las decisiones de política tomadas tanto al interior de Alemania como en el resto de Europa. Cuando se anunció el ultimátum a Alemania para que aceptara las reparaciones, el marco, que se había estabilizado, volvió a caer. Otro punto de inflexión en las tendencias fue el asesinato de Walter Rathenau en junio de 1922 quien ostentaba el cargo de Ministro de Asuntos Exteriores en ese momento y era considerado el vocero de las corrientes moderadas, que

opinaban que Alemania debía cumplir las obligaciones contraídas por el Tratado de Versalles. Este asesinato vino unos días después de que Francia y el comité de banqueros negara a Alemania la propuesta de acceder a préstamos internacionales con el fin de estabilizar su situación. El golpe en las expectativas fue inmediato y el tipo de cambio se depreció de manera cada vez más acentuada. “Los golpetazos de junio hicieron que cambiaran de signo las expectativas que todavía esperaban que el tipo se recuperase [...]” (Kindleberger, 2011, p.431)

Este momento sería fundamental en el desarrollo posterior de los acontecimientos. La pérdida de confianza en las ganancias que se podían obtener una vez revaluado el marco generó una huída de la moneda alemana. A partir de aquí la depreciación del marco se daría en caída libre. “[...] el tipo de cambio a futuros en Berlín pasó de ser cotizado con prima a serlo con un descuento, y el arbitraje en los tipos de interés cambió de sentido, desde adentro hacia afuera, a pesar de la rápida subida del diferencial a favor de Berlín.” (Kindleberger, 2011, p.431) Los grandes perdedores en los mercados internacionales fueron los estadounidenses cuyas pérdidas se estiman en 770 millones de dólares o 3,200 millones de marcos oro. “Según la leyenda, las salas de juego de Milwaukee y de Chicago se empapelaron con bonos y billetes alemanes en los últimos años veinte.” (Kindleberger, 2011, p.435)

Un mes después del asesinato de Rathenau, en julio de 1922 el ritmo de crecimiento de los precios se había acelerado de manera notable. El ritmo en que se estaba dando la inflación ya había superado el de la depreciación. Para octubre de 1922 la confianza en el marco estaba devastada y las personas comenzaron a fijar los precios de las mercancías en monedas extranjeras. Se pagaba en marcos pero a la paridad que tuviera en el momento en que se llevaba a cabo la transacción. De esta manera la velocidad de circulación del dinero aumentó exponencialmente, las personas buscaban deshacerse inmediatamente de los marcos que recibían. “La inflación, que había empezado a acelerarse en junio de 1922, alcanzó niveles hiperinflacionarios, y en términos reales la oferta monetaria se contrajo a medida que las máquinas de imprimir no podían seguir a los precios.” (Kindleberger, 2011, p.409)

La invasión del Ruhr en enero de 1923 por parte de las fuerzas francesas y belgas vendría a complicar más las cosas. La depreciación del marco se acentuó aún más. El *Reichsbank* respondió realizando algunas operaciones de apoyo a la economía nacional, y los gastos del gobierno aumentaron con el fin de apoyar el esfuerzo de resistencia pacífica llevado a cabo por los habitantes de la zona. El conflicto no pudo resolverse de manera pronta y después de abril la depreciación del marco se acentuó aún más. A partir de junio de 1923 las cifras de inflación y depreciación alcanzan niveles estratosféricos como se muestra en el cuadro 1.1. El sistema monetario alemán fue prácticamente barrido.

La demanda de dinero crecía a un ritmo acelerado ya que el volumen en circulación no era suficiente para cubrir las transacciones comunes. Esto ocurrió tanto por parte del sector privado como por parte del gobierno. Los bancos privados eran incapaces de cubrir los recursos que se les solicitaban. Tuvieron que racionar el pago de cheques y en algunos días se declaraba suspensión temporal de pagos o sólo se abrían las sucursales durante unas pocas horas al día. Esto generó una situación de pánico entre los industriales ya que no tenían acceso a los recursos necesarios para cumplir con sus contratos. Los trabajadores también formaron parte del pánico cuando supieron que probablemente sus patrones no podrían pagarles sus salarios por falta de recursos.

Para los meses finales de la inflación, los precios se ajustaban diariamente o incluso cada hora respondiendo a variaciones en el tipo de cambio. La brecha existente entre ambos se cerró cada vez más hasta el punto en que las personas dejaron de utilizar marcos alemanes y comenzaron a sustituir la moneda nacional por divisas extranjeras. Ante el derrumbe del sistema de pagos las personas tuvieron que buscar la manera de continuar con sus transacciones. La solución fue buscar formas alternativas de medios de pago. “El público intentaba hacerse con moneda extranjera utilizando todo tipo de artimañas.” (Kindleberger, 2011, p.432) Incluso se asaltaba a los marineros de embarcaciones extranjeras en busca de divisas. También se recurrió a la creación de nuevos medios de pago. Los bancos y algunas empresas privadas comenzaron a emitir distintos tipos de dinero para satisfacer la demanda de recursos.

Los períodos de pago de los salarios también se redujeron con el fin de evitar la pérdida que significaba en términos reales recibir un salario para todo un mes que al final del mismo

tenía un valor casi nulo. Por ello para septiembre de 1922 en algunos trabajos el pago de los salarios se realizaba hasta dos veces por semana. El objetivo era evitar la pérdida del poder adquisitivo de los salarios.

Durante todo el período que va de 1919 a 1923 las finanzas alemanas se mantuvieron en déficit. En los tres primeros años de este período el déficit fue profundo pero poco a poco comenzó a reducirse. En lo que se esperaba la resolución de la Comisión de Reparaciones Alemania realizó un pago de 8 mil millones de marcos oro el cual fue acompañado de ciertas medidas fiscales impulsadas por el Ministro de Finanzas Matthias Erzberger. En 1920 se impuso un gravamen de emergencia y se realizó una transferencia del impuesto sobre la renta recaudado por los estados en beneficio del *Reich*. Además se realizó una reforma al sistema impositivo que buscaba asegurar el balance de las finanzas del gobierno. Se buscaba también afectar la distribución del ingreso, ya que, hay que recordar que el nuevo gobierno que había sustituido a los militares era de corriente socialista o socialdemócrata. “Erzberger había declarado que en la futura Alemania ya no habría ricos.”¹⁶ (Bresciani-Turroni, 1968, p.55) Ello creó cierta resistencia a los nuevos impuestos por parte de las clases con mayores ingresos, y Bresciani-Turroni afirmaría que ello generó en parte la salida de capitales hacia exterior.

No obstante, a pesar de las resistencias la reforma logró incrementar la recaudación. “El incremento de los impuestos fue esencial para mantener el balance fiscal en lo que se realizaba la transferencia.”¹⁷ (Eichengreen, 1992, p.130). Y según el mismo Eichengreen esto permitió un influjo de capitales de corto plazo que esperaban una estabilización del marco ante el indicio de las políticas que parecía Alemania seguiría en los siguientes años.

La reforma impositiva de Erzberger ayudó a elevar los ingresos del gobierno de manera extraordinaria, pasando de 3,171 millones de marcos oro en 1920 a 6,237 millones de marcos de oro en 1921, según datos de Eichengreen (1992). Pero aunque los ingresos se duplicaron esto fue insuficiente para cubrir los gastos en los que estaba incurriendo el gobierno alemán.

¹⁶ “Erzberger had proclaimed that in the future Germany the rich should be no more”

¹⁷ “The tax increase was essential for maintaining fiscal balance in the face of the interim transfer.”

Lo relevante de los datos respecto al déficit es que en los momentos en que la hiperinflación alcanzó sus niveles más preocupantes el déficit alcanzó sus niveles más bajos siendo el mínimo los 2,211 miles de millones de marcos oro que quedaron como balance negativo del gobierno al terminar el año de 1922. Esto es una clara mejoría respecto a 1919 cuando esta cifra alcanzó los 6,147 millones de marcos oro. La correlación que se esperaría entre el nivel del déficit gubernamental y los niveles de inflación no está presente en el caso alemán.

Como ya se ha mencionado, el *Reichsbank* mantenía una política pasiva. La emisión ayudó a financiar el déficit gubernamental sin embargo no todas las emisiones respondían a demandas del gobierno. Según Bresciani-Turroni, el banco central alemán optó por una política de descuento, que había sido motivo de discusión durante el debate entre la *banking school* y la *currency school* en el siglo XIX en Inglaterra, y que había sido conocida como la doctrina de las letras reales. Se consideraba que siempre y cuando se aceptaran únicamente letras de cambio comerciales y no letras de cambio financieras, la emisión no superaría el monto necesario, y si hubiera un exceso habría un reflujo de billetes hacia el banco.

Por su parte, el hecho de que la tasa de descuento se mantuviera fija en 5% durante todo el período que va de 1915 hasta julio de 1922 (Bresciani-Turroni, 1968) también tuvo consecuencias sobre la emisión de billetes. El *Reichsbank* nunca vio la necesidad de modificarla respondiendo a las condiciones del sistema monetario alemán. Esto quiere decir que dados los altos niveles de inflación la tasa de descuento era negativa en términos reales.

Hasta ese momento únicamente se descontaban letras de cambio del Tesoro. Dice Bresciani-Turroni (1968) que eran los bancos comerciales quienes invertían los recursos obtenidos mediante depósitos en letras del Tesoro, y cuando necesitaban ampliar su emisión de créditos debido a la demanda incrementada de recursos, recurrían al descuento con el *Reichsbank*. De esta manera el ajuste de la oferta de dinero del banco central a la demanda de dinero se realizaba indirectamente a través del sistema bancario privado. Y por tanto el banco central alemán confiaba en que los bancos siguieran los lineamientos mencionados anteriormente para la aceptación de letras de cambio.

En el verano de 1922 el *Reichsbank* decidió cambiar su política y optó por financiar de manera directa al comercio y la industria, debido a la crisis de crédito que estaba enfrentando el sistema económico alemán. Se decidió que se descontarían letras de cambio comerciales a tasas menores que la tasa de depreciación del marco y que las tasas cobradas por los bancos privados. “[...] la tasa oficial de descuento fue de 6% al final de julio de 1922; fue elevada a 7% al final de agosto; a 8% el 21 de septiembre; 10% el 13 de noviembre; 12% el 18 de enero de 1923; y 18% en la última semana de abril de 1923.”¹⁸ (Bresciani-Turroni, 1968, p.76). La tasa de descuento comenzaba a ajustarse a las condiciones inflacionarias, en un intento por parte del banco central de aplicar políticas contractivas con el fin de controlar el nivel de precios. Sin embargo una rápida revisión del ritmo de la inflación en estos meses muestra claramente que estos cambios estuvieron lejos de poder haber representado un cambio radical en la política seguida por el *Reichsbank*. En términos reales el nivel de la tasa de descuento era negativo.

De hecho las decisiones de estos meses generaron un incremento importante en la demanda de créditos por parte del sector privado. El banco central estaba intentando resolver la crisis crediticia con estas medidas, no detener el proceso inflacionario. Los negocios necesitaban cada vez más recursos para poder seguir operando en un contexto donde los costos crecían día con día de manera extraordinaria. En este sentido la política seguida fue “exitosa” ya que según Bresciani-Turroni para el 15 de noviembre de 1923 el *Reichsbank* tenía en su portafolio letras comerciales cuyo valor ascendía a 39.5 billones de marcos.

En lo que se refiere a los efectos de la inflación y de la depreciación sobre la actividad económica normalmente se identifican dos momentos. En un primer momento se considera que los efectos fueron positivos; pero cuando se alcanzaron los niveles hiperinflacionarios el desorden en el sistema monetario generó serios problemas para la continuación de la actividad económica.

La depreciación estimulaba las exportaciones, el empleo y la producción. “Cada vez que el tipo de cambio real se depreciaba las exportaciones eran estimuladas.”¹⁹ (Eichengreen, 1992, p.142) De ahí que los datos en el cuadro 1.2 muestren tantas fluctuaciones donde los

¹⁸ “[...] the official discount rate was 6 per cent at the end of July 1922; it was raised to 7 per cent at the end of August; to 8 per cent on September 21st; 10 per cent on November 13th; 12 per cent on January 18th, 1923; and 18 per cent in the last week of April 1923.”

¹⁹ “Each time the real exchange rate depreciated exports were stimulated.”

picos en el total de exportaciones parecen coincidir con los momentos en que la depreciación del marco se profundizaba. Y aunque es difícil encontrar una tendencia es claro que a partir de diciembre de 1919 el monto de las exportaciones no volvería a bajar de 1, 500 miles de toneladas hasta enero de 1923; con excepción de octubre de 1920 y agosto de 1922.

Una vez en marcha el proceso hiperinflacionario las exportaciones comenzaron a caer de manera abrupta. La incertidumbre generada por la situación del sistema monetario impedía llevar a cabo la producción de manera normal lo que afectaba la oferta de bienes para los mercados externos. Durante todo 1923 el monto total de exportaciones oscilaría alrededor de 1, 000 miles de toneladas. Los efectos positivos de la depreciación habían desaparecido.

Cuadro 1.2
Exportaciones alemanas
Miles de toneladas

	1919	1920	1921	1922	1923
Enero	323	1,523		2,027	1,311
Febrero	397	1,923		1,747	1,096
Marzo	583	1,826		2,153	938
Abril	641	2,170		2,176	1,029
Mayo	538	2,895	1,145	2,093	930
Junio	1,055	2,680	1,509	1,880	890
Julio	1,085	2,004	1,558	1,636	1,053
Agosto	1,202	1,910	1,828	1,407	1,074
Septiembre	944	1,837	1,871	1,587	1,143
Octubre	1,231	1,494	1,973	1,539	1,183
Noviembre	1,324	1,768	1,908	1,551	1,005
Diciembre	2,762	1,758	1,930	1,756	1,104

Fuente: Bresciani-Turroni (1968)

La inflación también estimuló las inversiones financieras en un primer momento. Los inversionistas buscaban evitar mantener el dinero ocioso y había expectativas de que el precio de las acciones crecería junto con la inflación. Hasta finales de 1921 los precios reales de las acciones crecieron según Eichengreen (1992), sin embargo, a partir de este momento comenzó una caída constante. En 1922 la tasa de crecimiento de la producción de muchos bienes industriales, que habían mostrado un dinamismo importante, también comenzó a caer.

Por su parte los salarios reales cayeron durante este período inicial. “Cada aceleración en la inflación los reducía [salarios reales] aún más temporalmente [...] la caída en los salarios reales mejoraba el incentivo a los exportadores alemanes para incrementar la oferta. El desempleo en la manufactura alemana caía cada vez que la inflación se aceleraba [...]”²⁰ (Eichengreen, 1992, p.143) La inflación y depreciación estimulaban a la industria no sólo mediante el estímulo a las exportaciones sino también gracias al efecto que tenía sobre el costo salarial. Con unos salarios nominales que crecían a un menor ritmo que los precios la oportunidad de obtener beneficios era mucho mayor, al tiempo que la demanda incrementada de exportaciones ayudaba a estimular la demanda de empleo.

No obstante parece que en realidad los efectos negativos de la inflación sobre los salarios reales sólo duraron unos seis meses durante los primeros años de la inflación. Tomando como referencia el salario real de un minero de carbón en la región del Ruhr, utilizando los datos ofrecidos por Bresciani-Turroni (1968), después de mostrar una caída importante a principios de 1920 los salarios reales comenzaron a recuperarse y no fue sino hasta mediados de 1922 cuando comienzan a caer nuevamente.

Cuadro 1.3
Salario Real de un minero de carbón en el distrito del Ruhr
(1913=100)

	1920	1921	1922	1923
Enero	80.0	84.4	83.1	47.7
Febrero	70.2	87.3	78.8	75.6
Marzo	62.7	88.0	76.3	86.2
Abril	69.3	92.2	73.8	79.9
Mayo	66.4	95.9	80.7	69.6
Junio	72.6	92.9	75.7	70.8
Julio	74.4	86.5	69.5	47.6
Agosto	84.6	81.9	59.1	78.5
Septiembre	85.9	89.9	75.6	74.7
Octubre	91.6	82.2	51.6	81.2
Noviembre	88.4	97.5	52.6	55.7
Diciembre	85.3	90.5	62.2	73.3

Fuente: Bresciani-Turroni (1968)

²⁰ “Each acceleration in inflation temporarily reduced them further [...] the fall in real wages enhanced the incentive for German exporter to increase supply. Unemployment in German manufacturing fell each time inflation accelerated, reflecting these trends.”

Las medidas tomadas con el fin de realizar el pago de los salarios con una mayor velocidad parecieron ser efectivas ya que cuando comienzan a implementarse, a partir del otoño de 1922, los salarios reales habían venido cayendo de manera estrepitosa. Sin embargo, ante la magnitud del proceso hiperinflacionario no fueron suficientes para mantener un ingreso estable para los trabajadores ya que, a pesar de que hubo meses donde el salario real se recupera de manera notable, también hubo momentos en 1923, como en el caso del mes de julio, donde el salario perdió aproximadamente el 30% de su valor respecto al mes anterior.

Por su parte como se muestra en el cuadro 1.4 el nivel de empleo, a pesar de mostrar algunas variaciones en la tendencia principalmente en 1920, aumentó de manera considerable alcanzando una tasa de desempleo mínima de 0.6% en julio de 1922, justo el momento en que la inflación se acelera. A partir de aquí, debido a la inestabilidad y la incertidumbre la tasa de desempleo comienza a crecer de manera constante. El último trimestre de 1923 sería desastroso para la economía alemana en términos de empleo ya que la tasa de desempleo alcanzaría por vez primera en el período dos dígitos llegando a un máximo de 28.2% en diciembre.

Cuadro 1.4
Desempleo

Miembros desempleados de sindicatos; porcentaje del número total de miembros

	1919	1920	1921	1922	1923
Enero	6.6	3.4	4.5	3.3	4.2
Febrero	6.0	2.9	4.7	2.7	5.2
Marzo	3.9	1.9	3.7	1.1	5.6
Abril	5.2	1.9	3.9	0.9	7.0
Mayo	3.8	2.7	3.7	0.7	6.2
Junio	2.5	4.0	3.0	0.6	4.1
Julio	3.1	6.0	2.6	0.6	3.5
Agosto	3.1	5.9	2.2	0.7	6.3
Septiembre	2.2	4.5	1.4	0.8	9.9
Octubre	2.6	4.2	1.2	1.4	19.1
Noviembre	2.9	3.9	1.4	2.0	23.4
Diciembre	2.9	4.1	1.6	2.8	28.2

Fuente: Bresciani-Turroni (1968)

Desde la ocupación del Ruhr en enero de 1923 comenzó a plantearse al interior del gobierno alemán la posibilidad de sustituir el marco por una nueva moneda. Esta idea ya

había rondado los círculos oficiales durante algunos meses sin embargo no se había tomado ninguna determinación. Muchos teóricos han sido críticos del momento en que el gobierno alemán decidió realizar la reforma monetaria. Bresciani-Turroni (1968) atribuiría ello a una cuestión casi ideológica. “La convicción, ampliamente defendida, de que la depreciación del marco era sólo la expresión del desequilibrio de la balanza de pagos previno durante mucho tiempo cualquier consideración seria de reforma monetaria.”²¹ (Bresciani-Turroni, 1968, p.46)

Entre las propuestas que se consideraron estaba la de Karl Helfferich, quién propuso una moneda cuyo valor estuviera respaldado por centeno. No obstante, dada la volatilidad del precio del grano la propuesta fue rechazada. Rudolf Hilferding, que había sido Ministro de Hacienda hasta octubre de 1923, propuso la creación de un banco de billetes oro que contaría con reservas por 180 millones de marcos oro y podría emitir hasta el doble de esa cantidad en billetes. Finalmente fue la idea de Hans Luther, sucesor de Hilferding en el Ministerio de Hacienda, la que fue utilizada y como consecuencia de la cual fueron creados el *Rentenbank* y el *rentenmark*. Dado que no existía suficiente oro para respaldar una nueva moneda se decidió que el nuevo marco sería emitido utilizando la tierra productiva del país como garantía, en la forma de una hipoteca sobre la tierra por valor de 3,200 millones de marcos oro, cantidad considerablemente mayor a la propuesta por Hilferding. El tomador de la hipoteca sería el *Rentenbank* que sustituía al *Reichsbank*.

El marco sería sustituido por la nueva moneda a un tipo de cambio de 1,000 millones de marcos por un *rentenmark*. La circulación llegó a alcanzar el monto total de la hipoteca, 3,200 millones de marcos de oro. Se impusieron límites estrictos a la emisión por parte del nuevo banco alemán.

Junto con la instauración de la nueva moneda el gobierno decidió tomar políticas radicales para detener la hiperinflación. El tipo de cambio fue fijado en 4.2 miles de millones de marcos por dólar y se detuvo el financiamiento del *Rentenbank* al gobierno. Este por su parte realizó un esfuerzo por alcanzar el balance fiscal a partir de octubre de 1923. “Los subsidios al Ruhr y a Renania fueron descontinuados. El número de empleados del

²¹ “The conviction, so widely held, that the depreciation of the mark was only the expression of the disequilibrium of the balance of payments for a long time prevented any serious consideration of monetary reform.”

gobierno fue recortado en un 25%. Los salarios de los servidores públicos restantes fueron recortados en aproximadamente 30%.²² (Eichengreen, 1992, p.146) El costo de la estabilización recayó de manera fuerte sobre las clases trabajadoras.

Incluso se aprobó un decreto el 15 de octubre de 1923 donde se establecían límites fuertes al financiamiento del *Reich*. Los créditos totales debían mantener un límite de 2,400 millones de marcos oro, que para este momento ya eran *rentenmarks*. La nueva institución que había sustituido al *Reichsbank*, el *Rentenbank* realizó como uno de sus primeros actos un préstamo al gobierno por 1,200 millones de *rentenmarks*, y en diciembre de 1923 otorgó un préstamo adicional de 400 millones.

A pesar de los esfuerzos por resolver la situación monetaria para 1924 era evidente que Alemania era incapaz de continuar con el pago de las reparaciones teniendo un país devastado por la hiperinflación. Por esta razón se crea la Comisión Dawes que tenía como objetivo discutir la cuestión. Esto a pesar de que la resistencia que habían realizado los habitantes de la zona del Ruhr había cesado y se habían comenzado a entregar pagos en especie en carbón y mineral de hierro a los Aliados desde finales de 1923.

La resolución de las discusiones de la comisión fue el Plan Dawes, aprobado en abril, que entra en vigor en septiembre de 1924. Como parte del plan las anualidades se reducían, ascendiendo a 1,000 millones de marcos oro en el primero año y a 2,500 millones de marcos oro en el quinto. Se amplió el período de los pagos y hacía sugerencias respecto a las mejores maneras de recaudar los recursos tomando en cuenta el contexto alemán, es decir, buscaba equilibrar el presupuesto además de estabilizar la moneda. Estas acciones iban a realizarse a través una agencia para las indemnizaciones establecida en Berlín que tenía incluso la capacidad de intervenir si surgían dificultades en la economía alemana.

Como parte del Plan Dawes también se reorganizó el *Reichsbank*, y el *rentenmark*, que había logrado su cometido de parar la espiral inflacionaria, fue sustituido por el *reichsmark*, para el cual se imponía un límite obligatorio de reservas del 40% de las cuales una tercera parte debía mantenerse en oro y el resto en divisas. De esta manera Alemania regresaba a

²² “Subsidies to the Ruhr and Rhineland were discontinued. The number of government employees was cut by 25 percent. The salaries of remaining public servants were cut by about 30 percent.”

un sistema de patrón oro, donde las reservas indicaban el monto máximo de la emisión de dinero.

Además se otorgó un préstamo de 800 millones de marcos oro al gobierno alemán, el cual fue respaldado por los gobiernos Aliados y vendido a privados en Nueva York y otros centros financieros del mundo. “Los Estados Unidos colocaron la mitad del préstamo, Gran Bretaña el 25%, Francia, Bélgica, Holanda, Italia, Suecia y Suiza el restante.”²³ (Eichengreen, 1992, p.150). Una de las condiciones solicitadas por los británicos para acceder al préstamo fue que las tropas francesas y belgas desocuparan el Ruhr, argumentando que la colocación del mismo por parte de los banqueros internacionales sería imposible con la región intervenida. Francia y Bélgica accedieron a la solicitud británica y retiraron sus tropas.

El gran beneficio de esta medida fue que Alemania volvió a tener acceso a los mercados internacionales de capitales que le permitieron obtener los recursos para cumplir sus obligaciones recurriendo a un endeudamiento externo mayor. “[...] los pagos de las reparaciones estuvieron cubiertos al menos dos veces y media por la importación de capital.” (Aldcroft, 1985, p.108). La mayoría de los recursos provenían de los Estados Unidos. Como era de esperarse estas deudas eran de corto plazo por lo que eran bastante susceptibles a sufrir por los cambios en las condiciones internacionales. Cuando en 1929 se desencadenó la crisis en los Estados Unidos la situación fue insostenible, la confianza se perdió y los capitales dejaron de fluir hacia Alemania en particular, y hacia cualquier otro país en general.

La moratoria era inminente por lo que fue necesaria una nueva intervención. El Plan Young entraría en vigor a mediados de 1930 y estipulaba una reducción de la deuda alemana al tiempo que se otorgaba un nuevo préstamo a Alemania por 300 millones de dólares. No obstante, las condiciones internacionales impidieron que el plan tuviera tan siquiera el éxito relativo de su antecesor. La situación era insostenible en gran parte de Europa y los Estados Unidos. Finalmente en junio 1931 el presidente Herbert Hoover propondría la moratoria y hasta 1932 ésta sería hecha oficial.

²³ “The United States floated half the loan, Britain 25 percent, France, Belgium, the Netherlands, Italy, Sweden, and Switzerland the remainder.”

1.4 Las explicaciones sobre la hiperinflación

Las explicaciones de las causas que generaron este fenómeno son diversas pero creo que básicamente se reducen a la manera en que se contesta esta pregunta, ¿qué fue primero la devaluación o la inflación? Contestar de una forma implica que fue la devaluación la que generó las presiones inflacionarias al interior del país que dieron origen a un círculo vicioso de devaluación-inflación-devaluación. De otra forma se supone que fue la inflación la que causó la devaluación que a su vez generó más inflación.

En la literatura normalmente se identifican estas dos corrientes como la monetarista y la de balanza de pagos. Siguiendo a Kindleberger (2011) el enfoque de la balanza de pagos pone el énfasis en las reparaciones además de la necesidad alemana de obtener materias primas mediante importaciones. Esto generó un déficit en la balanza de pagos que hizo que el tipo de cambio cayera a un nivel muy bajo. Aumentó el precio de las importaciones lo que generó mayores costos al interior del país y desencadenó un proceso inflacionario. El incremento en los precios incrementó la demanda y la oferta de dinero.

Este enfoque fue llamado por Bresciani-Turroni (1968) la visión alemana, ya que era defendida en gran medida por teóricos y políticos alemanes que utilizaban este sustento teórico como argumento para criticar las reparaciones impuestas sobre el país, las cuales consideraban excesivas. Esto en contraposición con la visión monetarista llamada por el economista italiano la visión británica o la visión aliada que aludía el motivo de los problemas a la política irresponsable del *Reich*. Es decir, existía un factor político dentro de este debate teórico.

Uno de los principales defensores de la visión de la balanza de pagos fue Karl Helfferich, figura importante dentro del panorama político alemán. Según este autor, en la explicación que da Bresciani-Turroni (1968), el incremento en la circulación de dinero no fue la causa de la inflación, sino la consecuencia de la misma, la cual fue desencadenada por la depreciación del marco. Utiliza como prueba el desfase entre la tasa de crecimiento de los precios y el ritmo que alcanzó la depreciación hasta principios de 1923, donde el marco se había depreciado a un factor mucho mayor de lo que había crecido la oferta monetaria. La depreciación fue causada a su vez por la carga excesiva impuesta sobre Alemania, por ello

considera que el fenómeno inflacionario fue independiente de las condiciones en que se llevó a cabo la circulación de papel moneda. En su libro *Das Geld*, Helfferich afirma que

“La depreciación del marco alemán en términos de divisas extranjeras fue causado por las cargas excesivas impuestas sobre Alemania y por la política de violencia adoptada por Francia; el incremento de los precios de todos los bienes importados fue causado por la depreciación del tipo de cambio; después siguió el incremento general de los precios internos y de los salarios, la necesidad incrementada de medios de circulación por parte del público y del Estado, mayores demandas hacia el Reichsbank por parte de negocios privados y el Estado y el incremento de las emisiones de marcos de papel. [...] no fue la inflación sino la deprecación del marco el inicio de esta cadena de causa y efecto[...]²⁴ (Helfferich, 1923 en Bresciani-Turroni, 1968, p. 45)

La carga excesiva sobre la balanza de pagos generó la depreciación del marco, el incremento de los precios de los bienes de importación, que después se trasladó a los precios internos en general. El incremento en el costo de vida produjo un incremento en los salarios. Por su parte el incremento en los precios hizo aumentar la demanda de dinero lo que obligó al Reichsbank a incrementar sus emisiones. Es decir, la depreciación llevó en último término al incremento en la cantidad de dinero en circulación.

La solución al problema hiperinflacionario era entonces estabilizar el tipo de cambio y la única manera de lograr esto era reducir la carga que se había impuesto sobre Alemania como consecuencia del Tratado de Versalles. “La renegociación de las reparaciones en 1922 y los préstamos obtenidos a través del Plan Dawes en 1924 permitieron que el valor externo estable del *rentenmark* se mantuviera.”²⁵ (Cámara and Vernengo, 2001, p.6)

De alguna manera el dinero era considerado como endógeno dentro de esta visión. La expansión monetaria vino después del incremento de los precios, a raíz de lo cual se produjo el incremento en la demanda que tuvo que ser respaldada por mayores emisiones del banco central. Como la caída del marco continuaba, la oferta monetaria era creciente ante el aumento exagerado de los precios. No obstante, Cámara & Vernengo (2001)

²⁴ “The depreciation of the German mark in terms of foreign currencies was caused by the excessive burdens thrust on to Germany and by the policy of violence adopted by France; the increase of the prices of all imported goods was caused by the depreciation of the exchanges; then followed the general increase of internal prices and of wages, the increased need for means of circulation on the part of the public and of the State, greater demands on the Reichsbank by private business and the State and the increase of the paper mark issues. [...] not inflation but the deprecation of the mark was the beginning of this chain of cause and effect [...]”

²⁵ “The renegotiation of reparations in 1922 and the loans obtained through the Dawes Plan in 1924 allowed the stable foreign value of the *rentenmark* to be maintained.”

consideran que no se puede afirmar algo así, ya que al no considerar que la tasa de interés es exógena no existe una teoría de dinero endógeno propiamente dicha. Y de hecho afirman que para los defensores de la visión de la balanza de pagos la causalidad que defendían que iba del tipo de cambio a los precios y luego a la oferta monetaria era solamente un hecho empírico.

Sin embargo esto no quita validez al argumento de la balanza de pagos. Los defensores de esta visión habían estado formados en la tradición de la Escuela Histórica Alemana. “Esta escuela enseñó que no existían verdades científicas universales a ser descubiertas dentro de la disciplina, y que todas las ‘leyes’ económicas eran específicas para escenarios históricos e institucionales particulares.”²⁶ (Laidler and Stadler, 1998, p.818)

Si la afirmación de Laidler & Stadler es correcta el hecho de que la explicación sea empírica no puede considerarse como algo criticable. Si fuera así sería exigir al autor defender algo con lo que metodológicamente no está de acuerdo simplemente partiendo de la idea de que la visión propia es la correcta.

El segundo grupo de explicaciones que menciona Kindleberger es el enfoque monetarista que echa la culpa de la hiperinflación a la emisión excesiva de billetes por parte del *Reichsbank* provocada por la necesidad de financiar el déficit fiscal del gobierno. Ello generó el incremento en los precios que afectó de manera negativa a la balanza de pagos lo que causó la depreciación del tipo de cambio que, dada la dependencia de Alemania respecto al exterior, desencadenó un nuevo incremento en los costos y en los precios.

Fergusson (1984) se atiene en cierta medida a esta explicación. Pone énfasis en la política gubernamental de apoyar a los trabajadores y a los empresarios, a los primeros mediante incrementos en salarios que eran financiados con nuevas emisiones y a los segundos mediante subvenciones y apoyos fiscales que impedían equilibrar el presupuesto. El gobierno nunca se planteó modificar su política a pesar de la caída libre del marco y del incremento en los precios debido a que se había alcanzando ciertos niveles de crecimiento que estimulaban a la producción y el empleo.

²⁶ “This school taught that there were no universal scientific truths to be discovered within the discipline, and that all economic "laws" were specific to particular historical and institutional settings.”

El marco estaba perdiendo fuerza y esto era cada vez más evidente, lo que se traducía en caídas constantes del nivel de vida ante el incremento de los precios que acompañaba la caída del marco. Los banqueros alemanes estaban jugando en su contra, y comenzaron a vender sus existencias en marcos a cualquier precio. La demanda de marcos por parte de extranjeros se paralizó. La confianza había desaparecido. Una parte de la explicación la tiene la caída que en esos momentos enfrentaba Austria donde el valor de la corona había pasado de 800 por libra hasta las 3,000 coronas por libra en tan sólo ocho meses.

No se puede aducir que la caída en el marco haya sido por pérdida de confianza ya que las personas nunca dejaron de demandar el marco, sólo hasta los últimos momentos de la hiperinflación. “La mayoría se aferró al marco, la moneda que conocían y en la que creían.” (Fergusson, 1984, p.21). Cuando aumentaban los precios en lugar de exigir la estabilidad de la moneda simplemente se pedían nuevas emisiones por parte del público.

Otro autor que se adscribe a la posición monetarista es Costantino Bresciani-Turroni, quien fuera parte de la delegación italiana en la Comisión de Reparaciones y además participante en la discusión del Plan Dawes en 1924. Según el autor italiano “fue sólo el incremento continuo en la emisión de dinero legal lo que hizo posible el incremento incesante en los precios y la caída continua en el valor externo del marco [...]”²⁷ (Bresciani-Turroni, 1968, p.398) Utiliza como prueba para sustentar este argumento lo ocurrido con la reforma monetaria de 1923. Una vez que el gobierno se decidió a poner límites a las emisiones de dinero tanto el tipo de cambio como los precios se estabilizaron. Entonces lo único que se necesitaba para detener uno de los procesos hiperinflacionarios más importantes del siglo XX era un poco de decisión política por parte de las personas en el gobierno.

El autor italiano le da tanto peso a la cantidad de dinero de circulación que incluso llega a afirmar que el material del que está hecho el dinero es irrelevante “[...] el valor del marco no depende de la cubierta metálica sino de la cantidad de marcos en circulación [...]”²⁸ (Bresciani-Turroni, 1968, p.400) El control gubernamental de la emisión es suficiente para evitar una depreciación del marco. En un momento en que la discusión respecto a la necesidad del regreso al patrón oro un argumento como tal aparecía en contraposición a

²⁷ “It was only the continual increase in the issues of legal money which made possible the incessant rise in prices and the continual fall in the external value of the mark”

²⁸ “[...] the value of the mark does not depend on the metallic cover but on the quantity of marks in circulation [...]”

muchas corrientes que aseguraban que era necesario tener un estándar mediante el cual se pudiera estabilizar el valor de las monedas.

Y de hecho el control de la emisión también evita que la velocidad de circulación de dinero se vuelva inestable. Cuando existe una crisis de falta de confianza los gobiernos pueden controlarla simplemente limitando la emisión de nuevo dinero. Esto hará que la crisis sea pasajera por lo que el cambio en la velocidad de circulación será controlada. De esta manera, en la concepción de Bresciani-Turroni, si partimos de la ecuación cuantitativa clásica donde $MV=PY$, Y es una variable dada que no se puede modificar, M es exógena pero además de que P dependa de la cantidad de dinero, V también depende de ello. Por tanto, el control de M garantiza la estabilidad de los sistemas monetarios.

El problema con la explicación de Bresciani-Turroni es que sigue sin poder responder al argumento fundamental de Helfferich, el desfase entre la depreciación y la inflación. Al discutir la posición de Helfferich el autor italiano simplemente se limita a presentar sus ideas en contraposición, y defenderlas en contra del político alemán. Más no parece refutar de manera contundente los argumentos a favor de la visión de la balanza de pagos.

“Para un lector moderno, la evidencia que [llevó a] rechazar cualquier papel causal para la cantidad de dinero puede enfrentarse fácilmente con: es solamente necesario referirse a los efectos de las expectativas de inflación sobre la demanda de saldos reales.”²⁹ (Laidler and Stadler, 1998, p.821) Fue Phillip Cagan quien introdujo las expectativas al argumento monetarista. Y de hecho su explicación sigue siendo considerada por muchos como la más satisfactoria.

Cagan realizó en su artículo de 1956 un estudio econométrico sobre el comportamiento de las variables monetarias durante los períodos hiperinflacionarios. Para ello utiliza datos de cinco hiperinflaciones ocurridas al final de la Primera y de la Segunda Guerra Mundial ocurridas todas en países del centro o del este de Europa. Alemania es uno de los casos considerados dentro del análisis de Cagan.

²⁹ “Now to a modern reader, the evidence that [...] into rejecting any causative role for the quantity of money is easily dealt with: it is only necessary to refer to the effects of inflationary expectations on the demand for real balances.”

Como conclusión del estudio Cagan observa que durante el período hiperinflacionario existen dos tendencias presentes en todos los casos. La primera es una caída de los saldos monetarios reales, es decir, de la proporción de la cantidad de dinero respecto a los precios. (M/P). La segunda es que las tasas de crecimiento de los precios y del dinero tendieron a incrementarse a medida que el fenómeno avanzaba. Esto quiere decir que el crecimiento de los precios fue mayor al crecimiento de la cantidad de dinero dado que los saldos reales cayeron.

La explicación de estos fenómenos por parte del autor monetarista se basan en la teoría cuantitativa del dinero, más específicamente la versión de Cambridge donde $M/P=kX$, siendo M la oferta de dinero, P los precios, X la producción y k una constante. De acuerdo a la explicación de Cagan de esta teoría cuando los individuos modifican su demanda de saldos reales no pueden afectar la oferta monetaria ya que es exógena, por tanto modifican el nivel de precios de manera indirecta alterando el valor real de los saldos monetarios. Esto lo logran mediante sus decisiones de gasto o atesoramiento de dinero que lleve a los precios hacia arriba o hacia abajo.

Es decir, los individuos sacan o meten dinero a la circulación lo que en una teoría cuantitativa modifica la relación entre la cantidad de dinero y la cantidad de bienes y servicios por lo que los precios se ajustan. El motivo que Cagan encuentra que modifica la demanda de saldos reales y por tanto la decisión de los individuos durante los períodos hiperinflacionarios es el costo de atesorar dinero, es decir, la tasa de incremento en los precios, la tasa de inflación.

La demanda de saldos monetarios reales depende de las variaciones en la tasa esperada de cambio de los precios. Esta tasa es obtenida mediante un promedio ponderado de las tasas de cambio de precios anteriores. Es decir, los individuos tienen expectativas adaptativas. Durante la hiperinflación los saldos monetarios reales que desean tener los individuos caen debido al alto costo de atesorar el dinero el cual es calculado con base en la expectativa de aumento de los precios construida conforme a las tasas de inflación presentes en el pasado.

El mismo Cagan encuentra la limitación en esta explicación al asegurar que en algunos de los casos estudiados, incluyendo Alemania, hay un momento en que los saldos monetarios reales aumentaron durante los últimos meses de la hiperinflación. Esto se debe, según el

autor, a que jugaron otros factores dentro de la formación de las expectativas, específicamente lo que él considera como la expectativa de una reforma monetaria que estabilizaría el valor de la moneda y reduciría el costo de atesorar dinero. Dado que los niveles de inflación eran tan altos las personas se dieron cuenta de que ya no podía continuar más el incremento en los precios y generaron expectativas considerando la intervención del gobierno para detener el proceso de alguna manera.

Por tanto, dado que la reducción en la demanda de saldos reales se genera a partir de expectativas se puede explicar por qué la depreciación fue más rápida al principio que el incremento en los precios. La oferta monetaria crece lo que genera cierto incremento en los precios. No obstante los individuos aún no han ajustado sus expectativas por lo que su demanda de saldos reales no se ha modificado. Por su parte las variaciones en los precios modifican el valor real del dinero y por tanto el tipo de cambio de manera más rápida. Una vez que la nueva tasa de inflación es incorporada a las expectativas de los individuos la demanda de saldos reales cae lo que hace que el incremento en los precios sea más pronunciado.

La existencia de rezagos en el ajuste de la demanda de saldos reales explica también porque no ocurre una pérdida de confianza casi inmediata en la moneda que está perdiendo valor. Dado que la expectativa depende de un promedio ponderado la tasa de inflación esperada no sigue el mismo ritmo que las tasas que se están presentando. No obstante, esto cambia a medida que la inflación se va acelerando.

De esta manera Cagan da una respuesta a la explicación realizada por la balanza de pagos con base en el desfase entre la depreciación y la inflación. El incorporar las expectativas parece reforzar la explicación basada en el incremento en la oferta monetaria. El hecho de que las tasas de inflación alcancen niveles hiperinflacionarios es explicado por Cagan con base en la política del gobierno.

El gobierno, según esta explicación, obtienen un impuesto sobre los saldos reales al incrementar la cantidad de dinero en circulación, ya que deprecia el valor del dinero. Lo que se deprecia el dinero, lo que pierden los “contribuyentes” es equivalente a lo que gana el gobierno mediante la emisión de más dinero. El problema es que a medida que la inflación aumenta el valor de los saldos monetarios reales es menor por lo que el

incremento en la emisión de dinero tiene que ser mayor para poder obtener al menos el mismo nivel de recaudación en términos reales. “Con el fin de compensar el bajo nivel al que la base impositiva [los saldos monetarios reales] habían caído después de muchos meses de hiperinflación, las tasas impositivas [la tasa de incremento de los precios] alcanzó alturas astronómicas.”³⁰ (Cagan, 1956, p.89)

De ahí que la conclusión a la que llega el autor monetarista respecto a la política gubernamental es que la hiperinflación alemana, junto con el resto de las hiperinflaciones estudiadas, pudo haber sido evitada fácilmente mediante un cambio en la política gubernamental. “[...] los incrementos en los precios [...] pudieron haber sido detenidos en cualquier momento, como finalmente fueron, disminuyendo la emisión de dinero nuevo.”³¹ (Cagan, 1956, p.88)

Según Eichengreen (1992) tanto la explicación con base en la balanza de pagos como la que se basa en las razones fiscales son correctas. “La visión fiscal es correcta en la medida en que el presupuesto hubiera sido deficitario, necesitando eventualmente la creación de dinero, incluso sin la inflación y la depreciación de la moneda. La visión de la balanza de pagos es correcta en que la inflación y la depreciación de la moneda, una vez en marcha, sumaron a la crisis fiscal.”³² (Eichengreen, 1992, p.126) En realidad la explicación del fenómeno hiperinflacionario por parte de este autor recae más en la visión monetarista. La depreciación profundizó la crisis fiscal que fue la causa de la emisión de dinero que a su vez generó la hiperinflación. Más bien lo que se trata de explicar son las razones por las que el gobierno decidió responder a la crisis fiscal de la manera en que lo hizo.

En Alemania existió durante el período un fuerte conflicto político generado por la falta de consenso referente a la incidencia de los impuestos y la distribución de los ingresos, el cual también fue causa de problemas en el resto de los países europeos según este autor. Los impuestos que debían aplicarse con el fin de incrementar la recaudación fueron un tema de fuerte discusión entre los partidos de derecha y los partidos socialista y demócrata que se

³⁰ “In order to compensate for the low level to which the tax base [...] fell after many months of hyperinflation, the tax rates [...] rose to astronomical heights.”

³¹ “[...] price increases [...] could have been stopped at any time, as they finally were, by tapering off the issue of new money.”

³² “The fiscal view is correct insofar as the budget would have been in deficit, eventually necessitating money creation, even without inflation and currency depreciation. The balance of payments view is correct in that inflation and currency depreciation, once underway, added to the fiscal crisis.”

encontraban gobernando. La cuestión de si se debían o no pagar las reparaciones vino a profundizar la división entre los sectores. Nunca se logró una reforma fiscal completa y el gobierno tuvo que recurrir a la emisión de dinero para financiar su déficit. “En Alemania el conflicto distributivo doméstico fue agravado por la disputa internacional sobre las reparaciones y consecuentemente se manifestó en una forma particularmente virulenta.”³³ (Eichengreen, 1992, p.126)

Había presiones de los sectores laborales que dificultaban la aplicación de políticas que permitieran estabilizar las monedas de los distintos países. En algunos como Alemania las presiones fueron tan fuertes que la política tenía como único fin la distribución del ingreso haciendo que la estabilización de la moneda pasara a un segundo término.

Finalmente está la explicación de Joan Robinson presentada en la reseña que hace del libro de Bresciani-Turroni para el *Economic Journal* en 1938. Según la economista británica ni la depreciación de la moneda ni el déficit fiscal pueden explicar la inflación por sí mismos. El factor clave que ninguna de las dos visiones tradicionales considera fue el incremento en los salarios monetarios. Esta variable puede funcionar para dar validez a cualquiera de las dos explicaciones.

Según Robinson con la caída del marco en 1921 los precios de importación aumentaron lo que llevó al incremento en los precios internos. Dado que las tasas de desempleo eran bajas y las ganancias estaban creciendo, al tiempo que el costo de vida iba en aumento, el incremento en los salarios era tanto necesario como posible.

“El crecimiento de los salarios, que incrementaba tanto los costos de los hogares como sus ingresos monetarios, contrarrestaba el efecto de la depreciación del tipo de cambio de estimular las exportaciones y reducir las importaciones.”³⁴ (Robinson, 1938, p.510) No ocurría un ajuste en la balanza de pagos dado que los efectos positivos de la depreciación eran compensados por la pérdida de competitividad de los precios causada por el incremento en los salarios que aumentaba los costos. De ahí que la balanza comercial se

³³ “In Germany the domestic distributional conflict was aggravated by the international dispute over reparations and consequently manifested itself in a particularly virulent form.”

³⁴ “Rising wages, increasing both home costs and home money incomes, counteracted the effect of exchange depreciation in stimulating exports and restricting imports.”

mantuviera deficitaria y el tipo de cambio continuara depreciándose. De esta manera la causalidad de la depreciación a la inflación puede ser justificada según Robinson.

No obstante la explicación monetarista tampoco es descartada por Robinson. “Un déficit fiscal lo suficientemente grande, cuando el desempleo es suficientemente bajo, incrementará los precios y la demanda de trabajo al punto en el que la presión por mayores salarios se vuelve irresistible. Cada incremento en los salarios incrementa los precios, y de esta manera el círculo vicioso gira.”³⁵ (Robinson, 1938, p.510)

Por tanto, según Robinson, la causa de un proceso como el de Alemania radica en el incremento en los salarios monetarios. Y aunque acepta la posibilidad de que una reducción en la oferta monetaria podría detener la inflación mediante el efecto que tiene la caída en la tasa de interés sobre el desempleo, y por tanto los salarios monetarios; considera que este no fue el caso de Alemania. Dado que el proceso hiperinflacionario ya estaba en pleno curso el aumentar la tasa de interés mediante la limitación de la oferta monetaria no hubiera modificado la inversión estimulada por el incremento en los precios esperado.

La inflación se detuvo a sí misma según Robinson. Para el momento en que ocurrió la estabilización, el marco ya había dejado de funcionar como dinero. La expectativa del incremento continuo de los precios destruyó su función de reserva de valor; la fijación de precios y salarios con base en el tipo de cambio destruyó su función de unidad de cuenta; y finalmente aunque no fue enteramente desplazado de la circulación la función de medio de cambio fue realizada también por divisas extranjeras y otros instrumentos creados por empresas y bancos para suplir al marco. “Cuando este proceso se extendió, la expectativa de precios crecientes perdió su poder para estimular la inversión, ya que no había expectativa de que los precios en términos de dólares, o de ciertas mercancías, aumentarían.” (Robinson, 1938, p.512) Esto hizo que la inversión cayera, el desempleo aumentara, los salarios monetarios se redujeran y por tanto se detuviera el círculo vicioso.

Las discusiones sobre las verdaderas causas del proceso hiperinflacionario continúan, y van más allá del caso alemán. Distintos enfoques han dado distintas explicaciones respecto de cuáles son las verdaderas causas de las modificaciones en el nivel general de precios. El

³⁵ “A sufficiently great budget deficit, when unemployment is sufficiently low, will raise prices and increase the demand for labour to the point at which the pressure for higher wages becomes irresistible. Each rise in wages raises prices, and so the vicious circle revolves.”

caso alemán resultaría ser una experiencia paradigmática en los años subsecuentes en lo que se refiere a las decisiones de política económica. La influencia de este proceso sobre el desarrollo de la teoría económica sería fundamental. Especialmente al interior del monetarismo sería un fenómeno de gran interés ya que se considera que representa claramente los efectos de políticas fiscales y monetarias “irresponsables”. Sin embargo, como ya vimos, existen enfoques alternativos que critican esta postura y esgrimen argumentos en búsqueda de una explicación alternativa. El debate no está cerrado por completo.

Capítulo 2. La libra y el regreso al patrón oro

En este capítulo se analiza uno de los temas monetarios más discutidos en Europa durante el período comprendido desde el fin de la Primera Guerra Mundial hasta el estallido de la Gran Depresión, el patrón oro. Cuando estalla la Gran Guerra todos los países europeos abandonan el patrón monetario al cual tenían sujetos sus respectivos sistemas monetarios nacionales con el fin de facilitar el financiamiento del conflicto.

Una vez finalizado el conflicto bélico parecía sólo cuestión de tiempo para que los países se incorporaran nuevamente a las reglas del patrón oro. No obstante, las condiciones habían cambiado. Los efectos de la guerra habían sido devastadores. Los sistemas económicos de muchos países estaban paralizados. Esto generó una serie de discusiones respecto a la mejor manera de incorporarse nuevamente al patrón oro.

El objetivo de este capítulo es analizar la manera en que se dio el regreso al patrón oro en Gran Bretaña. Se elige ese país debido al papel que jugó como potencia económica y centro financiero del mundo, además del interés particular que surge por la nacionalidad de los autores de los desarrollos teóricos que se analizarán en los siguientes capítulos.

Para ello se explica en primer lugar el funcionamiento del llamado patrón oro clásico que operó desde finales del siglo XIX hasta el estallido de la Primera Guerra Mundial. Se exponen distintas explicaciones teóricas al respecto mostrando aspectos generales del funcionamiento del sistema monetario internacional de la época. En la segunda sección, meramente histórica, se muestran los distintos intentos por alcanzar un acuerdo internacional respecto a la manera en que se alcanzaría el nuevo patrón monetario. Una vez que los intentos de una respuesta internacional hubieron fracasado los países tuvieron que decidir unilateralmente la manera en que conducirían su política en lo referente al patrón monetario. El análisis del proceso que se siguió en Gran Bretaña a este respecto es el objetivo de la tercera sección. Finalmente se analiza el funcionamiento del nuevo patrón oro y se ofrecen algunas ideas generales de especialistas respecto a las causas de su fracaso.

2.1 El patrón oro durante el siglo XIX

Muchas veces se piensa que el patrón oro fue el eje alrededor del cual se estructuró el sistema monetario internacional durante el siglo XIX, pero en realidad no se puede hablar de la existencia de un patrón oro si no es a partir de 1875 o 1880. Hasta antes de estos años sólo en algunos países como Gran Bretaña se había impuesto el patrón oro siendo el patrón bimetálico lo más común. De esta manera se puede decir que el patrón oro clásico sólo tuvo alrededor de treinta años de vida, de 1880 a 1914.

Este período es considerado como la primera época dorada del capitalismo, aunque para algunos autores también es un período donde la deflación y el estancamiento económico fueron las características definitorias. La segunda revolución industrial estaba en su apogeo con el crecimiento de las industrias del acero y de los transportes, principalmente de los ferrocarriles. Algunos países comenzaban a surgir como potencias emergentes gracias al alto grado de industrialización que estaban alcanzando; éste fue el caso de Alemania y los Estados Unidos. A pesar de ello Gran Bretaña seguía siendo el centro financiero y económico del mundo y su influencia se había extendido a prácticamente todo el planeta. El comercio internacional había mostrado un crecimiento progresivo a lo largo del siglo, muchas veces acompañado de la colonización de nuevos territorios por parte de las potencias europeas. Es en este momento en que el patrón oro se consolida como la forma de organización del sistema monetario internacional.

Por patrón oro se entiende un sistema de organización de los sistemas monetarios donde la circulación y las reservas bancarias consisten en oro, moneda subsidiaria o billetes que representan oro. El oro se acuñaba de manera libre por la Casa de Moneda sin cargos. No había restricciones a las importaciones ni a las exportaciones de oro y la moneda y billetes eran intercambiables por oro a la par, en el momento en que se presentaran los instrumentos a las instituciones que conforman el sistema bancario.

En teoría el patrón oro funcionó como lo había explicado David Hume en el siglo XVIII. (Hume, 1994) Los desequilibrios comerciales generarían entradas/salidas de oro que incrementarían/reducirían la oferta monetaria al interior de los países. Los precios se ajustarían al alza o a la baja promoviendo las importaciones/exportaciones resolviendo de

esta manera el desequilibrio inicial. Todo esto ocurriría sin que la paridad fija de las monedas con el oro tuviera que modificarse.

El funcionamiento real del patrón sería muy distante a la explicación ofrecida por el economista escocés. Bordo & Kydland (1997) consideran que el patrón oro representaba una regla contingente, es decir, una regla que en determinados momentos podría romperse. “[...] la adherencia al precio fijo del metal [...] sirvió como un compromiso creíble (o una regla) para la política monetaria y fiscal que de otra manera hubiera sido inconsistente en el tiempo. [...] la adherencia a la regla del patrón monetario permitió a muchos países evitar problemas de alta inflación y estanflación [...]”¹ (Bordo and Kydland, 1997, p.100)

El patrón oro implicaba la aceptación de una regla que obligaba a los países a mantener sus monedas en paridad fija con el oro, y a permitir la convertibilidad irrestricta de la moneda fiduciaria a metálico, por lo que no podían aplicar políticas que fueran contrarias a este respecto. El objetivo era generar altos niveles de certidumbre para los agentes económicos. Únicamente en caso de emergencias producidas exógenamente, como una guerra, era posible abandonar la convertibilidad con el oro, pero se tenía la certeza de que una vez terminado el conflicto se regresaría al patrón lo más pronto posible.

El compromiso era necesario ya que se consideraba que el oro era la manera que permitía certificar los contratos, la confianza en que el pago sería en oro, algo sobre cuyo valor se tenía relativa certeza, facilitaba las relaciones contractuales. “Abandonar la convertibilidad con el oro era visto como un rompimiento serio de los contratos.”² (Bordo and Kydland, 1997, p.119)

Los mecanismos de ajuste del patrón oro eran en realidad políticas llevadas a cabo por parte de los gobiernos con el fin de mantener la estabilidad de las monedas. Lo único que representaba el patrón oro era un compromiso no muy distinto de asumir un tipo de cambio fijo. El abandonar la paridad fija generaría desconfianza en los individuos. No habría certeza respecto al valor del dinero. El principal perjuicio sería la respuesta de los mercados

¹ “[...] the adherence to the fixed price of specie [...] served as a credible commitment mechanism (or a rule) to monetary and fiscal policies that otherwise would be time inconsistent. [...] adherence to the specie standard rule enabled many countries to avoid the problems of high inflation and stagflation [...]”

² “Abandoning gold convertibility was viewed as a serious breach of contract.”

internacionales ante la posibilidad de realizar intercambios ya sea de mercancías o de títulos financieros, con un país cuya moneda era bastante inestable.

Incluso el compromiso con la paridad y la convertibilidad facilitaban que la paridad pudiera mantenerse. Ante alguna modificación en las condiciones de la balanza de pagos los flujos de capital respondieran rápidamente. Si un país incurría en déficit que amenazaba el valor de la moneda a la baja los capitales fluían inmediatamente hacia ese país teniendo la certeza que las autoridades monetarias aplicarían las políticas encaminadas a restablecer el equilibrio y el valor de la moneda. De esta forma se podían obtener importantes ganancias de capital. (Eichengreen, 1992)

Los flujos de capital jugaban entonces un papel estabilizador que facilitaba la actividad de los bancos centrales. De hecho Eichengreen (1992) afirma que gracias a estos flujos la intervención de los bancos centrales no era necesaria en muchas ocasiones. La credibilidad en el compromiso de los bancos centrales con el oro generaba por sí misma los ajustes necesarios para resolver los desequilibrios.

Pero cuando los desequilibrios eran más profundos, era necesaria la intervención directa de los bancos centrales para defender la paridad. “El sentido en que puede decirse que el patrón oro es automático es bastante limitado; es automático sólo como indicador de la necesidad de acción y del fin que debe alcanzarse.”³ (Macmillan Committee on Finance and Industry, 1997, p.249)

La cooperación internacional era fundamental en estos momentos. El Banco de Inglaterra y el Banco de Francia actuaron en muchas ocasiones como prestamistas de última instancia internacionales, aunque se podría decir que esta función la cumplía el conjunto de bancos centrales a nivel internacional. Una vez que los préstamos eran otorgados la confianza en los países en problemas regresaba lo que generaba flujos extra de recursos por parte de banqueros privados. “Lo que permitió que el compromiso con las paridades existentes fuera creíble fue que el compromiso fuera internacional, no meramente nacional. Ese

³ “The sense in which the gold standard can be said to be automatic is thus very limited; it is automatic only as an indicator of the need for action and of the end to be achieved.”

compromiso se activaba a través de la cooperación internacional.”⁴ (Eichengreen, 1992, p.31)

El sistema financiero internacional permitía el funcionamiento correcto del patrón oro. Gracias a los movimientos financieros se lograba el ajuste, que era la característica fundamental de este sistema. El papel del centro era jugado por la City de Londres que funcionaba como una especie de cámara de compensación internacional. Además era la fuente más importante de crédito internacional a la cual recurrieron muchos países periféricos con la intención de financiar la producción de bienes comerciables en los mercados internacionales. Muchos gobiernos mantenían parte de sus reservas en libras esterlinas, ante la certeza de que serían fácilmente convertibles en oro.

Esto traía un gran beneficio para Gran Bretaña. Cuando incurría en déficit en su balanza de pagos los bancos centrales extranjeros depositaban los pasivos denominados en libras esterlinas en Londres en lugar de presentarlos ante el Banco de Inglaterra para convertirlos en oro. Las reservas del Banco de Inglaterra podían mantenerse intactas siempre y cuando los déficit no fueran recurrentes de manera tal que se comenzara a cuestionar la capacidad de esta institución para defender la convertibilidad con el oro. Un déficit en la balanza comercial era contrarrestado inmediatamente por un superávit en la cuenta de capitales.

La dependencia de flujos británicos de muchos de los países implicaba cierto grado de inestabilidad. En el momento en que el Banco de Inglaterra aplicara una política de tipos de interés altos los capitales de corto plazo serían rápidamente repatriados ante la posibilidad de mayores rendimientos en un mercado mucho más seguro que cualquiera de los de los países periféricos, como era el de Londres. Lo que ocurría en Londres era fundamental para el sistema monetario y financiero internacional. Ante cualquier eventualidad el Banco de Inglaterra sabía que contaba con el instrumento de la tasa de interés para atraer capitales.

Pero a pesar de la posición central que jugaba Gran Bretaña muchas veces tuvo que recurrir a ayuda internacional. Las reservas del Banco de Inglaterra eran muy escasas en comparación con las de otras instituciones. “Las reservas del Banco equivalían solo al 3 por ciento de la oferta monetaria de la nación. En tiempos de crisis, el Banco de Inglaterra era

⁴ “What rendered the commitment to the existing parities credible was that the commitment was international, not merely national. That commitment was activated through international cooperation.”

forzado a defender la paridad de la esterlina con sólo una ‘delgada capa de oro’. El éxito de sus esfuerzos era atribuible directamente a la cooperación internacional.⁵ (Eichengreen, 1992, p.49)

De esta manera existía un sistema monetario internacional fundamentado en un compromiso de mantener una paridad entre la moneda local y el oro. Los mecanismos financieros internacionales permitían que este compromiso no fuera roto en momentos en que los países pudieran tener problemas. Y existía un sistema bancario internacional dispuesto a apoyar a los países en problemas. Todo ello generaba que los movimientos de oro fueran raros. Los títulos financieros permitían que las exportaciones o importaciones de oro fueran escasas, lo que permitía un gran ahorro en costos de transporte. Además, la libra esterlina funcionaba como sustituto casi perfecto del metálico por lo que, aunque al interior de los países una parte de la circulación se realizaba en monedas de oro, a nivel internacional esto no era el caso.

La incertidumbre respecto a la posibilidad de que algún país abandonara el patrón oro en algún momento era prácticamente nula. Al menos en los países centrales a partir de 1880, no había discusión respecto a la prevalencia de la convertibilidad fija con el oro. Algunas voces que pudieran estar en desacuerdo con las políticas deflacionarias que muchas veces implicaba este compromiso, como podían ser los sindicatos, no tenían un peso importante en el campo político en esa época. La situación era distinta en los países periféricos, muchos de los cuales entraban y salían del patrón con cierta regularidad dependiendo de las condiciones y necesidades de corto plazo.

Esta explicación contradice abiertamente la interpretación clásica del patrón oro, donde se considera que las libres fuerzas del mercado realizaban el ajuste, sin necesidad de la intervención de ninguna autoridad monetaria. McCloskey & Zecher (1997) consideran que ni la oferta de dinero, ni el nivel de precios, ni las tasas de interés podrían ser influenciados por la política de los bancos centrales. La implicación de ello es que la actuación de los bancos centrales no afectaba en nada el funcionamiento apropiado del patrón oro.

⁵ “The Bank’s reserve amounted to a mere 3 percent of the nation’s money supply. In times of crisis, the Bank of England was forced to defend the sterling parity with only a ‘thin film of gold’. The success of its efforts was directly attributable to international cooperation.”

Los bancos centrales no podían determinar los precios de las mercancías, debido a que existía una fuerte integración entre los mercados internacionales de bienes, en donde se determinaba el precio de venta, al menos para el caso de Estados Unidos de América y Gran Bretaña. La política interna no determinaba los precios, sino que estos estaban dados a nivel internacional. Por esta razón cualquier modificación de los precios al interior de los países generaba un proceso de ajuste mediante importaciones y exportaciones de oro que garantizaba que los precios internos no difirieran de los precios externos.

Además, los flujos de oro respondían a la demanda de dinero interna de cada uno de los países. Esto implicaba que la oferta monetaria era determinada por la demanda, no por la intervención directa de un banco central, lo que a su vez implica, siguiendo la teoría cuantitativa del dinero, que el nivel de precios se encontraba determinado de manera exógena al sistema. Entonces un superávit comercial tenía su contraparte en un exceso de demanda de dinero. De esta manera se acepta al patrón oro como un mecanismo completamente automático que no necesita ningún tipo de intervención en ningún caso. “Había entonces un mecanismo automático mediante el cual el volumen de poder adquisitivo [...] era ajustado continuamente a los precios mundiales de las mercancías en general. Los precios domésticos eran regulados automáticamente de forma tal que previnieran importaciones excesivas [...]”⁶ (Cunliffe Committee on Currency and Foreign Exchnages after the War, 1997, p.234)

Según Triffin (1997) esta explicación está equivocada ya que en realidad existió un alto grado de paralelismo en las fluctuaciones en las tendencias generales de los movimientos de comercio internacional al menos en los principales países de Europa. Asimismo, los movimientos de precios también muestran paralelismo lo que podría indicar que en realidad existía un mercado internacional de bienes que fijaba los precios de los mismos. Esto quiere decir entonces que los ajustes para resolver los desequilibrios no ocurrían mediante precios y costos, como se asegura en las explicaciones de Hume y McCloskey & Zecher. Los salarios también mostraban cierta rigidez según Triffin, lo que confirma la afirmación anterior.

⁶ “There was therefore an automatic machinery by which the volume of purchasing power [...] was continuously adjusted to world prices of commodities in general. Domestic prices were automatically regulated so as to prevent excessive imports [...]”

“Dondequiera que se hubo permitido que se desarrollara la inflación sustancial, el costo de competitividad internacional fue casi invariablemente restaurado a través de la devaluación en lugar de a través de ajustes hacia abajo en precios y salarios.”⁷ (Triffin, 1997, p.142) Pero esto no significa que hubiera estabilidad de precios, de hecho en las economías más grandes de la época los niveles de precios mostraron fluctuaciones importantes tanto a la alza como a la baja. Aunque también es cierto que no se presentaron momentos ni inflacionarios ni deflacionarios fuertes.

Triffin (1997) también pone énfasis en el papel de los movimientos de capital, los cuales permitían a algunos países mantener superávit o déficit comerciales constantes durante largos períodos de tiempo, más allá del caso de Gran Bretaña ya mencionado. Muchos países de la periferia podían mantener déficit comerciales constantes que se compensaban con entradas de capital de los países centrales. Al contrario, Gran Bretaña podía mantener superávit comerciales y déficit en las cuentas de capitales debido a la gran cantidad de recursos británicos invertidos por todo el mundo. Esta clase de desequilibrios de largo plazo son difíciles de explicar bajo el contexto de la teoría tradicional del patrón oro.

Además de todo ello las tasas de descuento, que eran el instrumento central de política de los bancos centrales, muestran movimientos similares. En la mayoría de los países centrales las tasas de descuento subían y bajaban al mismo tiempo, y en muchas ocasiones como respuesta a los ciclos de negocios domésticos, no a las condiciones externas.

Por tanto el patrón oro no funcionaba como un corrector de desequilibrios. De hecho permitía que se mantuvieran durante períodos prolongados de tiempo. La gran ventaja que otorgaba el patrón oro a los países era la estabilidad de los tipos de cambio y la posibilidad de acceder a los mercados internacionales tanto de bienes como de crédito. (Triffin, 1997) Los sistemas de pagos y de comercio se benefician de la estabilidad en el valor de las monedas y la libre convertibilidad entre las mismas. Entre más países se incorporan al patrón oro estos beneficios son mayores ya que se abren inmediatamente nuevos mercados, lo que a su vez genera incentivos para que nuevos países busquen formar parte de este sistema. En el mundo de 1880 ingresar al patrón significaba entablar relaciones con Gran

⁷ “Wherever substantial inflation had been allowed to develop, international cost competitiveness was nearly invariable restored through devaluation rather than through downward price and wage adjustments.”

Bretaña y tener la posibilidad de acceder a todos los recursos con los que contaba el centro financiero internacional. (Frieden, 1997)

Las paridades fijas se mantuvieron prácticamente intactas en todos los países centrales durante los poco más de treinta años que se mantuvo en funcionamiento el patrón oro clásico. Esta estabilidad se lograba gracias a los movimientos de capitales que permitían mantener desequilibrios constantes en la balanza comercial y de esta manera evitaban la devaluación de las monedas. No se lograba el ajuste mediante movimientos de precios sino mediante movimientos en las distintas cuentas de la balanza de pagos.

“Las presiones inflacionarias no podían ser contenidas dentro del mercado doméstico, sino que se transfirieron directamente, hasta una extensión considerable, a déficit de balanza de pagos en lugar de a crecimientos incontrolables de los precios internos, y niveles salariales. Estos déficit llevaron a transferencias correspondientes de dinero desde el sistema bancario doméstico hacia los bancos extranjeros, debilitando la posición de caja de los bancos domésticos y su habilidad para perseguir políticas crediticias expansionarias llevando a déficit persistentes para la economía y salidas persistentes de efectivo para los bancos.”⁸
(Triffin, 1997, p. 148)

En este contexto las políticas del banco central se veían limitadas por las salidas de oro. Una parte importante de la circulación en los países centrales ocurría en moneda metálica lo que hacía que cuando el banco central quería expandir el crédito corría el riesgo de que sus reservas metálicas comenzaran a caer. Si la situación se volvía insostenible la cooperación internacional entre bancos centrales era fundamental para rescatar al país en problemas.

En términos políticos la internacionalización del patrón oro representó finalmente un triunfo de las clases enfocadas a los mercados internacionales. La paridad fija de las monedas con el oro imponía cierto límite a las políticas que podían aplicar los gobiernos; el punto hasta el cual existía ese límite es discutible. Las clases financieras, la *haute finance* en términos de Polanyi, fueron los principales beneficiarios de este modelo de organización de las relaciones monetarias internacionales.

⁸ “Inflationary pressures could not be contained within the domestic market, but spilled out directly, to a considerable extent, into balance-of-payments deficits rather than into uncontrolled rises of internal prices, costs, and wage levels. These deficits led, in turn, to corresponding monetary transfers from the domestic banking system to foreign banks, weakening the cash position of domestic banks and their ability to pursue expansionary credit policies leading to persistent deficits for the economy and persistent cash drains for the banks.”

Así como para los países periféricos era conveniente mantener relaciones con Gran Bretaña, para los intermediarios londinenses era importante llegar a cada vez más mercados con el fin de alcanzar mayores niveles de rentabilidad. Además de ello existían implicaciones políticas. Mediante el acceso o la negación de los créditos las clases financieras podían controlar las políticas de los países periféricos de forma tal que se aplicaran las más convenientes para sus intereses. “El patrón oro y el constitucionalismo eran los instrumentos que hacían oír la voz de la City de Londres en muchos países pequeños que habían adoptado estos símbolos de adhesión al nuevo orden internacional.” (Polanyi, 2003, p.61).

El patrón oro fue entonces un instrumento político al servicio de las clases financieras. La estabilidad de las monedas era necesaria para garantizar las ganancias de los grandes grupos financieros europeos, más específicamente británicos. Más que una manera de organizar el sistema monetario fue un garante del poder de las grandes familias de banqueros. Su generalización por Europa y una parte importante del mundo implicaba la expansión de los negocios de los participantes en la City.

Las relaciones de la *haute finance*, que fácilmente puede ser representada por la familia Rotschild, con los gobernantes de los países europeos les permitían influir directamente sobre las relaciones internacionales. De esta manera, Polanyi considera que jugaron un papel fundamental en el mantenimiento de la paz en las últimas décadas del siglo XIX. Si un país aplicaba políticas que pudieran llevarlo a una guerra que no fuera favorable a los intereses de los Rotschild, se le negaba el acceso a los mercados internacionales de crédito y de bienes. Durante las últimas décadas del siglo XIX parecía que los conflictos bélicos habían dejado de ser benéficos para las clases financieras londinenses.

La conformación del sistema financiero internacional, basado en el patrón oro, fue uno de los pilares fundamentales de la civilización de finales de este siglo en términos de Polanyi. El papel del patrón oro era central, “[...] su caída fue la causa próxima de la catástrofe.” (Polanyi, 2003, p.49).

2.2 La búsqueda de un nuevo sistema monetario internacional

Después de que durante la Primera Guerra Mundial la mayoría de los países europeos abandonaran la paridad fija con el oro como parte de la política de guerra, al terminar el conflicto comenzaría un largo proceso para que el patrón oro volviera a ser la regla dentro del sistema monetario internacional. Siguiendo el análisis de Bordo y Kydland (1997) esta situación no era distinta de algunas ocurridas durante el siglo XIX. La guerra había impuesto la necesidad de abandonar el patrón pero se sabía que una vez terminado el conflicto se volvería a la convertibilidad con el oro.

El camino a seguir para volver a establecer la paridad fija con el oro fue muy distinto en cada país. Algunos, como Alemania, vivieron procesos hiperinflacionarios muy fuertes, después de los cuales se planteó estabilizar el valor de la moneda a través del establecimiento de la equivalencia con el oro. El nivel en el que se logró esa estabilización se encontraba muy por encima de la relación prevaleciente justo antes del estallido de la guerra, y en algunos casos se tuvo que recurrir a la creación de una nueva unidad monetaria.

Un segundo grupo de países entre los que encontramos a Francia y Bélgica, vivieron procesos inflacionarios de magnitud significativa pero mucho menos profundos que los que se presentaron en Alemania, Austria o Hungría. En los países que conforman este segundo grupo la paridad también se fijó a un nivel por encima de la relación original, sin embargo la diferencia no fue tan grande como en los países del primer grupo.

Finalmente encontramos a Gran Bretaña y Suecia dentro del tercer grupo que veía la necesidad no sólo de regresar al patrón oro, sino de hacerlo a la paridad prevaleciente en 1913 justo antes del estallido de la guerra. El logro de este objetivo implicaba la aplicación de una serie de medidas deflacionarias que tenían efectos depresivos sobre la economía. No obstante, el regreso al patrón fue la prioridad para los gobiernos de estos países, incluso si ello implicaba enfrentar altos niveles de desempleo y bajo crecimiento económico.

Una vez que en la década de los veinte se comenzó a discutir el regreso al patrón, era fundamental que la credibilidad y la cooperación, que habían sido los pilares sobre los cuales se había construido el patrón oro del siglo XIX según Eichengreen (1992), estuvieran presentes en el nuevo contexto. Uno de los problemas es que los encargados de

organizar el nuevo sistema monetario internacional no fueron capaces de observar que las condiciones eran distintas.

En muy pocos casos se puso en duda en los círculos oficiales la necesidad de regresar al patrón oro. Aunque hubo casos en los que se aplicó un patrón de cambio oro en el cual los países podían mantener reservas en moneda extranjera y de esta manera vinculaban sus monedas indirectamente con el oro, este régimen siempre fue visto como un paso intermedio hacia la consecución de la paridad directa con el oro. “La fe en el poder del patrón oro era indiscutible.” (Aldcroft, 1985, p.154) Se creía que al regresar al patrón oro los mecanismos de ajuste automáticos que en teoría ocurren bajo este régimen operarían de manera tal que los principales desequilibrios que enfrentaban los países serían resueltos de inmediato.

El primer intento para organizar el nuevo sistema monetario internacional de la posguerra ocurrió en Bruselas en 1920. La conferencia fue organizada por la Liga de Naciones y en ella participaron 34 países. La principal preocupación de esta reunión fue la reconstrucción de Europa después de la devastación que había traído consigo la guerra. Es importante señalar el hecho de que Estados Unidos únicamente haya mandado a un observador lo que muestra claramente el nivel de interés que tenía el gobierno de este país en las resoluciones que pudieran surgir de la conferencia.

Se solicitó la opinión sobre la materia de cinco economistas, Gustav Cassel de Suecia, Pigou de Gran Bretaña, Gide de Francia, Bruins de Holanda, y Pantaleoni de Italia. Ellos prepararon un informe conjunto en el cual observaban tres problemas internacionales fundamentales en el contexto económico del momento. El primero era la inflación la cual podría ser contenida a través del equilibrio fiscal y la aplicación de tasas de interés altas. El segundo era la inestabilidad de los tipos de cambio que se lograría eliminar a través de la estabilización de los precios y el libre comercio. Finalmente el tercer gran problema era la escasez de capitales que se resolvería sólo gracias al crédito internacional. A pesar de la estrecha relación entre estos problemas se decidió discutir cada uno de ellos por separado.

La resolución final de la conferencia fue una propuesta de establecer un sistema en el que los gobiernos europeos se pudieran endeudar para lograr la reconstrucción de Europa. Se crearía una comisión en la Liga de Naciones la cual decidiría los activos que el prestatario

ofrecería como colateral y entonces se la autorizaría la emisión de bonos la cual estaría respaldada por esta comisión.

Para que el plan tuviera éxito la participación de los Estados Unidos era fundamental. En 1920 éste era tal vez el único país que se encontraba en condiciones de jugar el papel de prestamista internacional. No obstante, los Estados Unidos se negaron a asumir el papel que se les exigía y en cambio presionaron para que se estableciera un programa para el pago de las deudas de guerra. No sólo se negaron a ofrecer nuevos créditos sino que exigieron el pago de los existentes.

La consecuencia “Los países europeos fueron obligados a elegir entre la reconstrucción económica y la estabilización monetaria.”⁹ (Eichengreen, 1992, p.157). Tal vez el acceso al crédito hubiera permitido alcanzar ambos objetivos mutuamente, sin embargo, una vez que se hizo evidente que cada país tendría que arreglárselas con sus propios recursos la consecución de ambas metas se hizo excluyente. No existían los recursos necesarios para reconstruir los países devastados por la guerra sin tener que recurrir a políticas que desestabilizaban las monedas.

Pero no toda la culpa fue de los Estados Unidos. El problema de las reparaciones de guerra, cuyo monto aún no se definía, también representó un impedimento para alcanzar un acuerdo que permitiera la reconstrucción de Europa. Países como Francia y Bélgica contaban con que el pago que Alemania realizaría de las reparaciones sería más que suficiente para lograr la reconstrucción de sus economías al tiempo que les permitía estabilizar el valor de sus monedas.

Después del fracaso de Bruselas se realizó un nuevo intento en Génova en 1922. Esta reunión, patrocinada por Francia y Gran Bretaña tenía como verdadero fin encontrar la cooperación de Estados Unidos en la construcción de un nuevo sistema monetario. La respuesta estadounidense fue la misma, únicamente se mandó a un observador y se asumió la posición de no intervención en los asuntos europeos.

En esta nueva conferencia se discutió un plan propuesto por Gran Bretaña que ya había sido revisado por expertos de distintos países, en el cual se planteaba el establecimiento de un nuevo patrón monetario en el cual los países más importantes mantendrían todas sus

⁹ “European countries were forced to choose between economic reconstruction and monetary stabilization.”

reservas en oro, mientras que los países más pequeños mantendrían sus reservas en las monedas de los primeros. Se buscaba que los países depositarios del oro cooperaran con el fin de coordinar la demanda del metal y evitar fluctuaciones excesivas de sus monedas. La cooperación entre los bancos centrales era fundamental. Esta propuesta sería construida en parte por Ralph G. Hawtrey, quién después la defendería y promovería durante todo el proceso de discusión sobre el regreso al patrón oro.

Esta medida permitiría lidiar con la escasez de oro que se mantuvo como una preocupación constante para los representantes británicos, y además permitiría que Londres recuperara parte de su posición como centro financiero internacional, la cual había comenzado a perder frente a Nueva York. Como depositario del oro internacional era probable que la City disfrutara de un nuevo período de auge.

Asimismo se planteó la necesidad de alcanzar paridades fijas con el oro. La vieja idea de que la estabilidad monetaria permitiría la prosperidad económica seguía presente. Se presionó por recuperar las paridades antiguas ya que ello era una muestra inequívoca del compromiso que cada país tenía con el nuevo patrón oro. Sin embargo se aceptaba que en algunos países era muy improbable que se alcanzaran las viejas paridades dados los altos niveles de inflación y devaluación prevalecientes, por lo que para estos casos se propuso que se buscara alcanzar alguna paridad cercana al valor de las monedas que existía en ese momento.

Al igual que lo que ocurrió en Bruselas, ninguna de las propuestas fue aplicada ni sirvió como base para recuperar la coordinación internacional. La cuestión de las reparaciones y deudas de guerra continuaba siendo un tema de disputa entre buena parte de los países participantes en la conferencia lo que dificultaba las negociaciones. Asimismo, una vez más los Estados Unidos se negaron a participar temiendo que se pediría la cancelación de las deudas de guerra para la reconstrucción del sistema monetario internacional. Como consecuencia de todo ello el regreso al patrón oro tendría que darse de manera unilateral.

2.3 El proceso de ajuste de la libra

Después del fracaso de las conferencias de Bruselas y Génova era evidente que si Gran Bretaña, y cualquier otro país, quería regresar al patrón oro tendría que lograrlo sin ayuda

internacional. En 1925 expiraba la ley que había removido temporalmente la paridad fija de la libra esterlina con el oro y en Gran Bretaña se decidió que una vez que llegara ese momento la paridad se retomaría al nivel de antaño. Se creía que esto permitiría fortalecer la credibilidad del compromiso con el oro. “Credibilidad y \$4.86 no sólo estaban relacionados. Eran considerados como sinónimos.”¹⁰(Eichengreen, 1992, p.163)

Además existieron otras motivaciones como la asociación de la paridad de preguerra con el estatus de Gran Bretaña como potencia internacional. Existía mucho interés por hacer ver al país fuerte, capaz de competir con la potencia ascendente que emergía del otro lado del Atlántico. Los beneficios de los que había gozado Gran Bretaña se veían ahora en riesgo ante el papel que había asumido Estados Unidos por lo que el regreso a la paridad podía representar el regreso de la libra como moneda internacional. El regresar a la paridad de preguerra traería también un gran prestigio para el gobierno que fuera capaz de lograrlo. “[...] las perspectivas involucradas fueron esencialmente morales y basadas sobre la profunda fe en el patrón oro.” (Moggridge, 1969, p.68 citado en Kindleberger, 2011, p.457)

También había intereses financieros en la necesidad de regresar a la paridad de preguerra. Los agentes participantes en la City se verían beneficiados por las políticas deflacionistas que eran necesarias para el regreso al patrón oro. La inflación siempre tiene efectos negativos sobre las ganancias que obtiene esta clase por lo que históricamente han apoyado las medidas encaminadas a controlarla. Asimismo el regreso a la paridad podía ser el inicio de la recuperación de la City como centro financiero desplazando a Nueva York a un segundo término.

Esto no quiere decir que existiera un consenso general respecto a la idea de regresar al patrón oro. De hecho, poco antes de que se hiciera oficial el regreso al patrón en 1925, Winston Churchill, entonces ministro de finanzas del gobierno británico, convocó a una reunión en la cual se discutiría la medida. Entre las personas que acudieron se encontraban Keynes, McKenna, Grigg, Bradbury y Niemeyer. Los dos primeros se mostraban a favor del aplazamiento de la medida mientras que los dos últimos presionaban para que la paridad con el oro se aplicara de inmediata.

¹⁰ “Credibility and \$4.86 were not just linked. They were regarded as synonymous.”

Tanto Keynes como McKenna habían hecho explícita desde meses anteriores su opinión respecto a los problemas que acarrearía el regreso a la paridad con el oro. Keynes, en su *Tratado sobre la Reforma Monetaria* criticaría severamente las políticas deflacionarias utilizadas para reevaluar la libra.

A pesar de las críticas el proceso se llevó a cabo. Desde 1921 la libra comenzó a apreciarse de manera marcada. Este suceso junto con la cercanía de las negociaciones de Génova en 1923 habían aumentado las esperanzas de que se lograra un regreso generalizado al oro. Cuando se hizo evidente que la cooperación internacional estaba cerrada se tuvieron que recurrir a otras medidas. A pesar de la negativa de Estados Unidos a ser participe en el proceso propuesto en las resoluciones de Génova, los políticos británicos contaban con el apoyo del país americano para restablecer su paridad.

El ajuste a la paridad de preguerra requería una serie de medidas deflacionistas que tendrían efectos negativos sobre el empleo y la producción. Si en Estados Unidos se presentaba un fenómeno inflacionario la necesidad del ajuste hubiera sido mucho menor dado que el dólar se hubiera devaluado, revaluando de esta manera de forma relativa la libra. Cabe señalar que la mayoría de los países realizaban su ajuste con base en la paridad con el dólar, uno de los pocos países que se encontraba en un régimen de patrón oro.

Una vez más la respuesta de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) no fue la esperada. A pesar de que había entrado una gran cantidad de oro a los Estados Unidos desde la segunda mitad de 1921 el banco central de ese país se negó a aplicar políticas inflacionarias dado que se temía que ello pudiera traer consecuencias perniciosas para su economía. El incremento en los precios de las mercancías podría generar una pérdida en la competitividad de los productos estadounidenses lo que podría traducirse en déficit comerciales y salidas de oro, consecuencias que las autoridades monetarias de ese país no estaban dispuestas a enfrentar.

Pero si la Fed no estaba dispuesta a generar un proceso inflacionario los británicos creían que tenían las herramientas necesarias para producirlo. Aún estaba pendiente la cuestión de las deudas de guerra por lo que en Gran Bretaña se planteó la posibilidad de realizar el pago de estas obligaciones mandando 100 millones de dólares en oro hacia los Estados Unidos. Se pensaba que esto presionaría de manera positiva para los británicos los precios, no

obstante, la idea fue desechada por Montagu Norman, gobernador del Banco de Inglaterra, dada la capacidad de esterilización que tenía la Fed. “Si los americanos iban a inflar tendrían que estar convencidos de que la política respondía a su interés.”¹¹ (Eichengreen, 1992, p.165).

La única salida fue la deflación. A pesar de que entre 1920 y 1925 Gran Bretaña pasó de un gobierno conservador a uno laborista, y de regreso, el compromiso con el regreso al patrón oro siempre se mantuvo. Además se logró una reestructuración gradual de la deuda del gobierno que amenazaba con destruir los logros alcanzados en materia fiscal al mantener consistentemente balances equilibrados.

Según Eichengreen (1992) y Keynes (2012b, 2012a) una vez que se hizo evidente el compromiso a toda costa del gobierno británico de regresar a la paridad con el oro, sin importar la tendencia política del partido en el poder, los especuladores comenzaron a asumir sus posiciones y de alguna forma ayudaron a que el objetivo se lograra. Los capitales comenzaron a fluir hacia la compra de libras ante la perspectiva de apreciación de esta moneda. La demanda por parte de los especuladores permitió que el proceso de apreciación fuera más rápido de lo previsto, en un ejemplo más de lo que muchas veces es llamado en economía expectativas autocumplidas.

Para Kindleberger (2011) la especulación se dio a causa de la caída del gobierno laborista lo que hizo que los especuladores esperaran una revalorización de la moneda británica ante la expectativa de medias más severas por parte del gobierno conservador que regresaba.

Sea cual sea la causa podemos ver que el ajuste no se estaba dando de manera automática. Los especuladores jugaron un papel fundamental en los movimientos de los tipos de cambio desde el fin de la Primera Guerra Mundial. Las modificaciones de los tipos de cambio no se estaban dando por movimientos en la balanza comercial debido al ajuste mediante precios. En octubre de 1924 la apreciación del tipo de cambio se dio de manera tan acelerada que no permitió que los precios se ajustaran a la misma velocidad. Aunque la brecha entre el dólar y la libra se cerraba los precios británicos seguían estando por encima de los estadounidenses. La libra estaba sobrevaluada entre un 10 y un 12 por ciento

¹¹ “If the Americans were to inflate, they would have to be convinced that the policy was in their interest.”

(Kindleberger, 2011, p.458). Mientras no se resolviera esta situación no se podía regresar legalmente al patrón.

La presión para el ajuste comenzó a crecer dado que se acercaba la fecha en la cual la ley que había removido la paridad fija con el oro expiraba. Las autoridades británicas esperaban que los precios de los Estados Unidos se elevaran para cerrar la brecha. El gobernador de la Fed, Benjamin Strong, tenía un interés particular en la revaluación de la libra y su regreso al patrón oro. Veía con malos ojos las políticas devaluacionistas y en 1925 estaba dispuesto a ayudar a que se lograra el ajuste necesario para el regreso pleno al patrón oro por parte de la libra.

El plan consistía en bajar las tasas de interés en Nueva York además de transferir a Londres parte del endeudamiento internacional. Además se proponía aplicar una política inflacionaria en los Estados Unidos pero el resto del Consejo de la Fed se negó a ello. La última medida consistía en un crédito para la estabilización de 200 millones de dólares por parte de la Reserva Federal de Nueva York y uno de 300 millones que aportaría J.P. Morgan & Co. Estos recursos nunca llegaron debido a que los funcionarios del Banco de Inglaterra se negaron, arguyendo que el regreso al oro debía hacerse bajo sus propios medios.

Finalmente el ajuste nunca ocurrió y el 28 de abril de 1925 Winston Churchill, entonces Ministro de Hacienda, hizo el anuncio del regreso oficial al patrón oro a través de la entrada en vigor ese mismo día de la *Gold Standard Act*.

Esta ley constaba de tres artículos, de los cuales el primero es el más relevante para los fines de este estudio. En él se señalaba en primer lugar que la obligación del Banco de Inglaterra de pagar sus billetes en “moneda legal” dejaba de ser vigente sin que ello significara que estos billetes dejarán de ser de curso legal. Por moneda legal se entendía moneda de oro. Con ello también se abolía el derecho del poseedor del billete a convertirlo en moneda de oro. Además se abolía también el derecho de entregar lingotes de oro a la Casa de Moneda para ser acuñados. Pero se imponía una obligación sobre el Banco de Inglaterra de vender a cualquier cliente que así lo exigiera, lingotes de oro al precio de 3 libras 17 chelines 10 y medio peniques por onza troy de oro. (“The Gold Standard Act,

1925,” 1925, p.311) Básicamente se eliminaba la circulación de moneda metálica, y se instauraba lo que sería conocido como el patrón oro-barra, o patrón oro-lingote.

A pesar de todo, el ajuste en los precios que se esperaba en los Estados Unidos no ocurrió. Finalmente se decidió realizar el ajuste en Gran Bretaña reduciendo los salarios monetarios, comenzando en la minería de carbón. Se generó una huelga en esta industria, repitiendo lo acontecido en 1921, la cual se convirtió en general de todos los sindicatos en 1926. El gobierno rompió la huelga pero el descontento social ya se había manifestado abiertamente. La mayoría de las personas estaban en desacuerdo dado que el costo del ajuste lo habían sufrido ellos y los ganadores habían sido los intereses de la City y los países extranjeros.

2.4 El funcionamiento del patrón oro del período entreguerras

Después del regreso de Gran Bretaña al patrón oro en 1925 muchos otros países europeos siguieron el mismo camino aunque de distintas maneras. Algunos decidieron regresar al patrón imponiendo políticas deflacionarias al estilo británico; otros como Francia regresaron al oro con una paridad devaluada respecto a la prevaleciente antes del inicio de la Primera Guerra Mundial. Algunos utilizaron un patrón en el cual las monedas de oro eran parte de la circulación, en otros el patrón se sustentaba en el respaldo de las emisiones de dinero con oro, mientras que en algunos países las reservas se mantenían en monedas que estaban respaldadas por el oro como la libra y el dólar, principalmente en los más pequeños.

Se podría identificar el año 1928 como el del regreso oficial al patrón oro como el mecanismo mediante el cual operaba el sistema monetario internacional. Fue en junio de este año cuando en Francia, después de enfrentar distintos problemas inflacionarios, se restaura oficialmente el patrón oro con un franco devaluado en un 80% respecto a la paridad de preguerra. (Eichengreen, 1992, p.183). Con esta medida la última gran potencia de la época entraba de lleno al nuevo patrón oro. Gran Bretaña lo había restaurado en 1925. Alemania en 1924 una vez que se hubo controlado la hiperinflación, y Estados Unidos nunca lo había abandonado. Aunque esto no quiere decir que Francia no hubiera sido un actor importante en el funcionamiento del sistema monetario internacional en esos años. Durante el período inmediatamente anterior al regreso oficial al patrón el Banco de Francia

había participado de distintas maneras en la organización del nuevo sistema monetario mediante préstamos o acciones de política que permitieran estabilizar el valor de las monedas de otros países.

Los resultados que dejó el funcionamiento del patrón no fueron los mejores. “[...] los sacrificios que implicó el regreso al oro a la vieja paridad no han sido compensados por las ventajas de la estabilidad internacional de precios que eran esperadas.”¹² (Macmillan Committee on Finance and Industry, 1997, p.253) Fue incapaz de mantener la estabilidad de precios y de alcanzar el mecanismo de ajuste automático que resolvería los desequilibrios de la balanza de pagos. A estos problemas es necesario sumar la Gran Depresión que estalla con la caída de Wall Street en 1929 y que se mantendría durante toda la década de los treinta. Aunque existe discusión respecto a si el nuevo patrón fue una de las causas de este suceso lo que es cierto es que, a comparación de lo ocurrido antes de la Primera Guerra Mundial, el patrón oro fue incapaz de servir como verdadero mecanismo de coordinación del nuevo sistema monetario internacional. “Fue principalmente para evitar la deflación que el patrón oro-divisas fue recomendado en Génova. Como resultaron los eventos, la deflación sólo fue pospuesta.”(Nurkse, 1997, p.277). La existencia del patrón fue efímera ya que para 1931 dos de los principales participantes, Gran Bretaña y Alemania, abandonarían la paridad fija con el oro.

Este nuevo patrón funcionaba en muchos sentidos de manera muy distinta al viejo patrón de finales del siglo XIX. Según Eichengreen (1992) fueron tres las diferencias fundamentales. En primer lugar el oro dejó de circular como moneda en países como Gran Bretaña y Francia. Se esperaba que con esta medida se resolviera el problema de escasez de oro que era visto como una de las principales dificultades que los bancos centrales tendrían que enfrentar al regresar al patrón.

Por otra parte la utilización de divisas extranjeras como reservas se generalizó. Aunque en el patrón oro clásico esta práctica no era extraña, estaba limitada a ciertos países y tenía restricciones. En los años veinte los países estaban autorizados a mantener la totalidad de sus reservas en monedas extranjeras. Tal vez la única excepción relevante fue la Reserva

¹² “[...] the sacrifices which a return to gold at the old parity involved have not been compensated by the advantages of international price stability which were anticipated.”

Federal en los Estados Unidos, institución que para finales de la década acumulaba alrededor del 40% de las reservas mundiales de oro. (Eichengreen, 1992, p.149).

Finalmente se puede mencionar el cambio en la política monetaria. Las operaciones de mercado abierto sustituyeron a la tasa de descuento como la principal herramienta que los bancos centrales tenían a su disposición para influir en las condiciones monetarias de los países. Los movimientos en la tasa de descuento eran acompañados por ventas o compras de bonos del Tesoro con el fin de garantizar el movimiento de las tasas.

No obstante, las operaciones de mercado abierto tenían límites muy claros en algunos casos, como la Reserva Federal, el Banco de Francia y el *Reichsbank*. Las operaciones de mercado abierto estaban prohibidas para estas instituciones después de cierto punto, en los últimos dos casos como consecuencia de los fuertes fenómenos inflacionarios que habían enfrentado Francia y Alemania respectivamente. En ambos casos se consideró que la emisión excesiva de dinero fue una de las principales causas de estos problemas por lo que la compra de bonos estaba fuertemente restringida con el fin de evitar nuevos sucesos inflacionarios.

Muchos factores se consideran para explicar el fracaso del nuevo patrón oro. Las reservas de oro se consideraban demasiado bajas para mantener el nivel de precios existente lo que generó caídas constantes en los precios hasta que se desplomaron en 1929. Ante este contexto los bancos centrales aumentaban sus tasas de interés con el fin de aumentar sus reservas, pero sólo lograban incrementar las presiones deflacionarias. En realidad la cantidad de oro a disposición de los bancos centrales no había disminuido en términos significativos. “En 1930 la *League of Nations Gold Delegation* reportó que la proporción de reservas de oro de la suma de billetes y depósitos a la vista del banco central había caído sólo de 48 por ciento en 1913 a 41 por ciento en 1925.”¹³ (Eichengreen, 1992, p.199). La eliminación de las monedas de oro había permitido que con una producción menor de oro las reservas de los bancos centrales no se vieran seriamente afectadas.

Esto no quiere decir que no existieran problemas de liquidez. Para que los países que mantenían sus reservas en divisas, libras y dólares, pudieran obtener las cantidades que

¹³ “In 1930 the League of Nations Gold Delegation reported that the ratio of gold reserves to the sum of notes and central bank sight deposits had fallen only from 48 percent in 1913 to 41 percent in 1925.”

necesitaban era necesario que los dos países emisores de estas monedas incurrieran en déficit constantes de forma tal que los recursos fluyeran hacia el resto del mundo. El crédito internacional pudo haber jugado ese papel tal como lo había hecho en el patrón oro clásico. El problema es que esto requería una gran emisión por parte de los bancos centrales de estos países. La expansión excesiva en relación a las reservas de oro generaría dudas sobre la capacidad de los países de mantener la convertibilidad de sus monedas en oro, lo que podría generar una corrida que eliminara las reservas y devaluara las monedas, poniendo en peligro de esta manera el funcionamiento del patrón oro a nivel internacional. (Eichengreen, 1992, p.202).

Relacionado con este factor se encontraba el hecho de que el poder internacional de préstamo se había redistribuido a favor de dos países, Francia y Estados Unidos, los cuales, según el Reporte Macmillan, lo habían utilizado sólo de manera ocasional y adversa a los intereses de Gran Bretaña. El problema era que ambos países habían fallado en “[...] emplear sus ingresos en la manera en la que Gran Bretaña siempre había empleado los suyos, a saber, ya sea en la compra de importaciones adicionales o en realizar préstamos extranjeros de largo plazo adicionales.”¹⁴ (Macmillan Committee on Finance and Industry, 1997, p.254) De hecho más bien exigían el pago de sus superávits con el fin de seguir acumulando reservas. En lugar de actuar como proveedores de recursos internacionales más bien eran la aspiradora de esos recursos.

Este hecho era especialmente relevante dado que el Banco de Francia era el dueño de más de la mitad de la posesión de títulos extranjeros por parte de los bancos centrales en toda Europa para finales de 1928. La mayoría de estas posiciones eran en contratos a futuro que maduraron en la segunda década por lo que la posesión total de activos en moneda extranjera del Banco de Francia pasó de 26,000 millones de francos a 32,800 millones de francos aproximadamente. No obstante, se acababa de aprobar la ley que limitaba la proporción de las reservas que podían mantenerse en divisas por lo que en junio de 1929 el incremento se convirtió en oro haciendo que la reserva regresara a su nivel de 26,000 millones de francos. (Nurkse, 1997, p.271).

¹⁴ “[...] to employ the receipts in the way in which Great Britain had always employed hers, namely, either in the purchase of additional imports or in making additional foreign loans on long-term.”

En la segunda mitad de 1931 el Banco de Francia comenzó un proceso de dos años en el que prácticamente liquidó todas sus posiciones en moneda extranjera. Esto representaba claramente una amenaza fuerte para el sostenimiento del patrón en los países emisores de esas divisas. Las reservas de oro debieron haberse visto seriamente afectadas por la exigencia de la institución francesa de obtener oro a cambio de las monedas. En este sentido se confirma lo que criticaba el Reporte Macmillan, Francia no supo jugar el papel que le correspondía. “Francia fue un miembro reacio del sistema oro-divisas; consideró su adhesión parcial al mismo como esencialmente un parche temporal y anheló dar a su moneda ‘un fundamento exclusivamente metálico’.”¹⁵ (Nurkse, 1997, p.274)

Además de ello existía el problema del ajuste del valor de las monedas con los niveles de precios existentes en sus respectivos países. La relación entre paridades era distinta de la relación entre niveles existentes de ingresos y costos. Debido a la manera en que se llevó a cabo el regreso al patrón oro algunos países obtuvieron monedas sobrevaluadas, como Gran Bretaña, y otros como Francia, monedas infravaluadas. “Entonces la distribución del comercio internacional, que correspondería a las eficiencias relativas de distintos países para propósitos diferentes, se ha visto seriamente trastornada de la posición de equilibrio correspondiente a las relaciones normales entre sus costos en términos de oro.”¹⁶ (Macmillan Committee on Finance and Industry, 1997, p.253) Los precios se mantuvieron rígidos a la baja en el primer caso lo que evitaba que la balanza de pagos se justara. En el caso de Francia se permitió una inflación ligera que sin embargo, no eliminó el superávit constante que este país mantuvo durante el tiempo que mantuvo la paridad fija del franco con el oro.

La explicación de Eichengreen, siguiendo a Nurkse, es que el ajuste no se produjo por las políticas de esterilización llevadas a cabo por los bancos centrales. De esta manera se evitó que las salidas o entradas de oro modificaran las condiciones internas de los países de forma tal que se pudiera dar el proceso de ajuste de las balanzas de pagos.

¹⁵ “France was a reluctant member of the gold exchange system; she regarded her partial adhesion to it as an essentially temporary makeshift and longed to give her currency ‘an exclusively metallic foundation’.”

¹⁶ “Thus the distribution of foreign trade, which would correspond to the relative efficiencies of different countries for different purposes, has been seriously disturbed from the equilibrium position corresponding to the normal relations between their costs in terms of gold.”

Adicionalmente estaba el problema de los flujos de capital que dejaron de ayudar a los ajustes de las balanzas de pagos. No existía certeza respecto a las políticas gubernamentales. La confianza no regresó con el regreso del patrón oro. Los bancos centrales eran incapaces de llenar por sí solos este vacío por lo que la cooperación internacional se hacía necesaria, ya que parecía ser la mejor manera de resolver los problemas.(Eichengreen, 1992, p.207)

Un personaje fundamental en la cooperación internacional entre los bancos centrales fue Benjamin Strong, quien hasta 1928 fue gobernador de la Reserva Federal de Nueva York, y que había mantenido una estrecha relación con su contraparte del Banco de Inglaterra Montagu Norman. El sucesor de Strong, George L. Harrison fue incapaz de mantener esta relación. Por su parte el Banco de Francia se mostraba renuente a colaborar con sus contrapartes. Únicamente cuando se necesitaba estabilizar la situación en algún país se lograba la cooperación de los bancos centrales más importantes, pero durante el resto del tiempo cada banco actuaba de manera independiente, sin mayor coordinación de las políticas a seguir. “Debido a que la política monetaria estuvo altamente politizada en muchos países, el compromiso con la credibilidad no era asumido y la devaluación pudo llevar a flujos desestabilizantes. A diferencia del patrón oro de la preguerra, la cooperación de los bancos centrales no fue efectiva.”¹⁷ (Bordo and Kydland, 1997, p.120).

Cuando el Banco de Francia decide liquidar sus posiciones en moneda extranjera a partir de 1931 uno de los principales afectados fue el Banco de Inglaterra. Las presiones deflacionarias se volvieron insostenibles para este país por lo que eventualmente se tuvo que abandonar la paridad con el dólar en septiembre de ese mismo año. Aunque Kindleberger (2011) niega esta posición poniendo énfasis en el apoyo que el Banco de Francia otorgó a su contraparte británica en 1931 cuando los problemas eran extremadamente fuertes. Muchos países que mantenían parte de sus reservas en libras, comenzaron a formar parte de una corrida por oro, el cual ya no se podía obtener a cambio de la moneda británica. Las reservas fueron transferidas poco a poco de Londres a París, y a

¹⁷ “Because monetary policy was highly politicized in many countries, the commitment to credibility was not believed and devaluation would have led to destabilizing capital flows. Unlike the prewar gold standard, central bank cooperation was ineffective.”

partir de 1933 de Nueva York a París cuando el dólar dejó de mantener la paridad con el oro.

Entonces que el problema fue básicamente político según Kindleberger. Ni Estados Unidos ni Francia quisieron utilizar su nueva posición para coordinar el funcionamiento del patrón oro. Francia utilizó el patrón oro a su favor buscando estabilizar su moneda a toda costa mientras que en los Estados Unidos el papel de la Fed fue crucial. El cambio de mando en esta institución fue fundamental para modificar la política del país americano respecto al resto del mundo.

La familia Morgan, que vino a asumir en buena medida el papel que jugaron los Rothschild durante el siglo XIX, fue uno de los principales promotores del patrón oro, específicamente en Gran Bretaña. Fue este grupo financiero el que otorgó una parte del préstamo de estabilización a este país en 1925 con el fin de lograr el regreso a la paridad fija con el oro. En 1931 cuando la situación estaba a punto de estallar los Morgan hicieron lo posible por mantener a Gran Bretaña dentro del oro, aunque fracasaron en su intento. Con el abandono del patrón oro por parte de este país en 1931 y el de Estados Unidos en 1933 se puede marcar el punto final al patrón oro del período entreguerras. El patrón terminó significando más problemas que soluciones ante las dificultades que enfrentaba Europa en ese momento.

“J.P. Morgan había reemplazado a N.M. Rotschild como el demiurgo de un siglo XIX rejuvenecido.” (Polanyi, 2003, p.69) La *haute finance* debía retomar el papel que había jugado al final del XIX sólo que con una nueva cara. Ello garantizaría el regreso a la prosperidad. Por ello Polanyi cataloga esta década como “conservadora”. Hubo un esfuerzo de retornar al pasado, pero el fracaso fue rotundo. Al caer el patrón oro las instituciones asociadas con él cayeron también. La concepción que se tenía de los sistemas económicos así como del sistema monetario internacional, la cual había sobrevivido a la Primera Guerra Mundial y a todas las dificultades de los veinte, tuvo que ser abandonada. La visión “conservadora” de los veinte fue sustituida por una visión “revolucionaria” en los treinta, según Polanyi. “El rompimiento de la hebra dorada fue la señal para un revolución mundial.” (Polanyi, 2003, p.75)

Capítulo 3. Ralph G. Hawtrey

Hawtrey es tal vez uno de los economistas monetarios más menospreciados en la historia del pensamiento económico. A pesar de que durante el período entreguerras sus ideas tuvieron una gran influencia tanto dentro de los círculos académicos, como al interior de los círculos políticos, esa influencia no ha logrado superar el paso del tiempo.

Hawtrey estudió matemáticas en Cambridge y la gran parte de su vida la dedicó a la función pública. Ocupó distintos puestos en el Tesoro británico hasta su retiro en 1945. Fue representante de Gran Bretaña en la Conferencia de Génova en 1922. Por ello su visión tanto teórica como política estaba influenciada de alguna manera por la posición oficial que mantenía la administración del gobierno británico.

Fue amigo cercano de Keynes y muchos de los conceptos e ideas que desarrolló representarían una influencia importante sobre el pensamiento del economista británico. A pesar de que en 1913 ya había publicado una obra fue durante la década de 1920 cuando adquirió la posición de respeto de la que gozaba dentro de los círculos académicos. Se dedicó a estudiar los fenómenos monetarios, al igual que una gran parte de los economistas radicados en la isla. Terminaría proponiendo una explicación monetaria del ciclo económico, y consideraría al crédito como una característica fundamental de los sistemas económicos. Se convertiría en un importante defensor del regreso de Gran Bretaña al patrón oro, sin embargo esto debía hacerse como parte de un acuerdo internacional donde la estabilidad en el valor de la moneda estaría garantizada por la acción coordinada de los bancos centrales.

Estas ideas son las que se buscan desarrollar en este capítulo. Para ello se parte de la discusión respecto al origen y funcionamiento del dinero en términos meramente teóricos. Hawtrey identifica tres fases en el proceso, cada una de las cuales corresponde a los tres primeros apartados. En la primera el sistema funciona únicamente con base en el crédito, en la segunda se incorpora a ese sistema una moneda metálica, mientras que en la tercera se introduce la utilización del papel moneda. Finalmente se discuten las visiones de Hawtrey respecto al patrón oro.

3.1 Crédito sin dinero y la necesidad de la existencia del dinero

En 1919 Hawtrey publicaría *Currency and Credit*, obra que tendría gran influencia sobre el pensamiento monetario de la época. En ella se discuten temas tanto teóricos, como históricos y de coyuntura. En este capítulo se pondrá énfasis sobre el desarrollo teórico de la obra.

Hawtrey se propone al principio de la obra encontrar el origen del dinero, con la salvedad de que el estudio no tendrá una actitud histórica, sino una actitud lógica. No entra a la discusión de si el crédito precedió al dinero o el dinero al crédito. Su análisis lo lleva a cabo partiendo de la idea de cómo se construiría un sistema económico lógicamente, y en qué momento entraría el dinero en ese sistema. Pero para llevar ello a cabo se debe en primer lugar definir qué es lo que se entiende por dinero. Según el autor británico el dinero “[...] es el medio establecido por ley (o por costumbre) para el pago de las deudas.”¹ (Hawtrey, 1919a, p.17) Tiene dos características fundamentales. Por un lado es un medio de cambio y por otro funciona como medida de valor. Normalmente ambas funciones están fuertemente relacionadas, la mercancía que se utiliza como medio de cambio casi inevitablemente se convierte en medida de valor.

Por tanto vemos que la principal función del dinero es el pago de las deudas. En el análisis de Mises que se verá en el siguiente capítulo, la capacidad de pagar deudas del dinero proviene de su capacidad de ser medio de intercambio, de facilitar los intercambios. Al dar esta definición Hawtrey está suponiendo que la característica fundamental del dinero es el pagar las deudas. Además deja la puerta abierta a la posibilidad de que no surja naturalmente como consecuencia del desarrollo de los intercambios, sino que también puede ser establecido por ley, el Estado puede jugar un papel en el origen del dinero.

Hawtrey parte de una sociedad donde el dinero no existe. En esta sociedad los bienes se intercambian unos por otros, pero el que no haya medio de intercambio no significa que el trueque se dé de manera directa según Hawtrey. Cuando se vende una mercancía se crea una deuda del comprador con el vendedor. Ese comprador endeudado también será un vendedor para alguien más y el vendedor con el que se tiene la deuda también será un comprador. Esta circunstancia permite que los participantes en el mercado se reúnan y

¹ “[...] is the means established by law (or custom) for the payment of debts.”

compensen sus deudas. De esta forma el crédito funciona como medio de pago. Pero aunque no exista una mercancía o alguna otra cosa que cumpla la función de medio de intercambio es indispensable que exista una medida común. “[...] una *unidad* para la medida de las deudas es indispensable.” (Hawtrey, 1919a, p.2) Esta unidad es llamada por Hawtrey dinero de cuenta.

Este mecanismo también es utilizado en las relaciones entre empleador y empleado. El empleador crea una deuda para sí mismo con los empleados a los que tiene que pagar salarios. No obstante, él sólo puede pagar en aquello que produce, lo que complica las cosas para los empleados. Por tanto debe intervenir un comerciante de deudas. El empleador puede vender a este agente las deudas que se le deben y a cambio el comerciante puede adquirir sus pasivos, haciéndose cargo de las deudas que tiene, incluyendo aquella que tiene con sus empleados.

Los distintos comerciantes de deudas pueden ir adquiriendo los derechos que los acreedores tienen sobre los deudores. La compensación se facilita al existir una concentración de las deudas de la sociedad en unos pocos agentes que pueden organizarse de una manera más fácil. Estos comerciantes de deudas son los banqueros. “Las deudas de toda la comunidad pueden saldarse mediante transferencias en los libros de los banqueros o mediante la entrega de documentos, como billetes bancarios, representativos de las obligaciones del banquero.”² (Hawtrey, 1919a, p.4) Los medios creados por el banquero servirán para pagar las deudas, siempre y cuando el banquero sea solvente.

El crédito bancario y los documentos que respalda sólo son deudas. Seguimos en una sociedad sin dinero, sin medio de cambio general. Lo único que ha ocurrido es que se ha complejizado el sistema de deudas. El crédito funciona como medio de pago de las deudas pero aún no tenemos un medio de intercambio general según Hawtrey.

Este dinero de cuenta cumple la definición de dinero propuesta por Hawtrey ya que se utiliza para el pago de deudas. Además también cumple la función de medida de valor. Al funcionar como unidad para la medida de las deudas también funciona inevitablemente como unidad para la medida de los precios. Ya que cuando se ofrece una mercancía en el

² “The debts of the whole community can be settled by transfers in the banker's books or by the delivery of documents, such as bank notes, representative of the banker's obligations.”

mercado se le establece un precio. El monto de la deuda creada cuando se realiza el intercambio se determinará por ese precio. Y al ser medida de los precios, también funcionará como medida de valor.

El crédito también es medio de intercambio al ser medio de pago de las deudas según Hawtrey. Esto se debe a la interpretación que el autor hace del intercambio. Según él en todo intercambio se crea una deuda, sólo que en el caso del dinero tradicional la deuda creada en el intercambio es pagada inmediatamente, mientras que en el segundo el pago se difiere. Por tanto, podríamos decir que toda relación de intercambio es una relación de crédito donde hay un deudor y un acreedor.

Entonces parece que podríamos considerar al crédito como dinero. Cumple las dos características fundamentales y la definición dada puede aplicarse a este. Sin embargo existe un problema fundamental que evita que Hawtrey considere al crédito como dinero. El crédito cumple la función de medida de valor pero lo hace de manera imperfecta. “[...] las tendencias expansivas del crédito están en conflicto perpetuo con el mantenimiento de un estándar de valor fijo [...]”³ (Hawtrey, 1919a, p.16) Debido a que su valor es inestable no puede funcionar como medida de valor.

Esto se debe a que los banqueros complejizan sus actividades y se vuelven fundamentales para el funcionamiento del sistema. Hasta ahora la función de los banqueros se limita a la compensación de deudas. Alguien que recibe un crédito lo gasta después y el banquero únicamente se limita a realizar una anotación en sus libros por lo cual podría recibir una comisión. El problema con ello radica, según Hawtrey, en que todos querrán mantener una parte de su crédito sin gastarlo inmediatamente para poder realizar gastos inesperados. Estas reservas de crédito tienen como contraparte deudas no pagadas por parte de los banqueros. Los banqueros están entonces siempre endeudados con el público.

Pero los bancos sólo están dispuestos a aceptar un pasivo si tienen un activo que lo respalde ya que ellos son comerciantes de créditos. Cuando el banquero se hace cargo de la deuda del empleador con los empleados necesita algo que respalde ese pasivo que está asumiendo. Pero no aceptará como activo las mercancías de los productores. Al ser un comerciante de

³ “[...] the expansive tendencies of credit are in perpetual conflict with the maintenance of a fixed standard of value [...]”

créditos el activo debe consistir en un crédito a favor. Esto quiere decir que al asumir el pasivo del productor el banquero estará otorgándole un crédito.

De esta manera es como se da la creación de crédito según Hawtrey. Cuando el banco otorga un crédito lo está creando. Hay un intercambio de obligaciones donde el banquero adquiere una obligación presente con su cliente a cambio de la obligación del cliente con el banco en el futuro. La obligación del banquero funciona como medio de pago, mientras que la obligación del cliente, al generar interés, consiste en la ganancia del banco. “Así *dos* créditos o deudas son creados en realidad, aunque sólo uno de ellos está destinado a ser utilizado como medio de pago.”⁴ (Hawtrey, 1919a, p.9)

Por tanto el crédito bancario tiene un papel fundamental en el sistema económico, y más en este sistema donde no existe el dinero. El poder de compra de los consumidores proviene de los créditos que los bancos otorgan. El crédito lo obtienen comerciantes y productores ya sea para pagar trabajadores o comprar a otros productores materias primas. Este crédito es gastado en el consumo y regresa a los productores los cuales pueden saldar su deuda con los bancos. Así Hawtrey nos presenta una versión muy similar de la teoría del circuito monetario contemporánea, tal como la presentan Parguez y Seccareccia (2005) entre otros muchos autores adherentes a esta corriente.

Incluso Hawtrey considera que es fundamental para la estabilidad del sistema que el crédito creado debe ser igual al crédito que el autor británico cataloga como extinto. Si el banco limita la creación de nuevos créditos la demanda de bienes caerá. La caída en la demanda genera una caída en los precios. La caída de los precios hace que el solicitar préstamos sea menos atractivo por lo que los prestamistas estarán dispuestos a pagar sólo tasas de interés menores. Por tanto la tasa de interés debe reducirse por parte de los banqueros pero aún así la cantidad de créditos otorgados será menor. El valor de los créditos medido en relación con las mercancías y los servicios aumentará ante la caída en su cantidad. Este proceso seguirá hasta que el interés de los banqueros y la necesidad de los comerciantes lleven a una reactivación del crédito, aunque no a los niveles anteriores.

⁴ “Thus two credits or debts are really created, though only one of them is destined to be used as a means of payment.”

Caso contrario cuando hay un crecimiento de los créditos otorgados por encima de los extintos. El incremento en los créditos aumenta la demanda lo que lleva a un incremento en los precios, dado que la producción no puede crecer al mismo ritmo que la demanda. El incremento en los precios generará un incremento en los créditos para financiar una producción de bienes determinada. Esto estimulará aún más el comercio y el proceso continúa. La expansión parece no tener límite ya que a diferencia del caso anterior, tanto los banqueros como los comerciantes se benefician de este fenómeno. El valor del dinero de cuenta caerá y dado que el proceso no tiene límite el estándar de valor se perderá. De ahí que Hawtrey llega a la conclusión de que en este sistema el equilibrio es inestable. Cualquier movimiento que saca el sistema del equilibrio continúa alejándolo de él.

Vemos como el crédito, que está funcionando hasta cierto punto como funcionaría el dinero, no tiene una posición neutral dentro del sistema económico. En un primer momento parecía que lo único que hacía era facilitar los intercambios, ya que en lugar de tener que entregar una mercancía a cambio de otro simplemente se asumía una deuda. Pero en realidad este sistema de deudas es fundamental para la operación del sistema económico. Modificaciones en los créditos de los que disponen los productores pueden generar desequilibrios que llevan incluso a la destrucción del dinero de cuenta.

De ahí que no pueda funcionar como dinero ya que su valor tiende a ser inestable. Por tanto el sistema necesita algo más para evitar que se generen estos procesos desestabilizadores. Y necesita encontrar algo que cumpla correctamente la función de dinero.

3.2 El dinero metálico

Hawtrey pasa entonces a incorporar el dinero propiamente dicho al sistema construido basado en el crédito. Parte de la idea clásica del dinero como metal precioso y analiza las interacciones entre el dinero y el crédito. La primera característica que observa el autor británico dentro del nuevo sistema es que las transacciones pequeñas se realizarán con moneda mientras que las grandes con crédito. Esto es así porque los billetes bancarios de baja denominación no tienen ninguna ventaja sobre las monedas metálicas. Y además al utilizar los billetes bancarios se corre el riesgo de que el banco no sea solvente mientras que con la moneda no existe ese riesgo. Entonces el productor convertirá parte del crédito

otorgado en moneda para el pago de los salarios semanales, y el pago de pequeñas transacciones.

No obstante el proceso de creación de crédito descrito anteriormente no se modifica. Aunque aparecen nuevas operaciones donde los clientes depositan dinero en los bancos a cambio de un crédito a favor con el mismo, el proceso anterior no desaparece. Los comerciantes y productores siguen recibiendo crédito mediante la creación de la obligación del banco de pagar inmediatamente a cambio de la obligación futura del cliente de pagar lo que se le prestó. “[...] el banquero crea los medios de pago de la nada, mientras que cuando recibe una bolsa de dinero de su cliente, un medio de pago, un crédito bancario es simplemente sustituido por otro, un monto igual de efectivo.”⁵ (Hawtrey, 1919a, p.20)

Los banqueros realizan dos actividades distintas. Por un lado pueden ser meros intermediarios que reciben recursos y los otorgan, mientras que por otro siguen creando crédito a partir de la nada. Asumen una obligación con la única condición de que será asumida otra obligación en el futuro a favor de ellos.

Con esta incorporación Hawtrey quiere ver si algo ha cambiado en el funcionamiento del sistema. Supone una vez más un incremento en los créditos. Hay una mayor demanda a los productores que incrementan su demanda de créditos para pagar sus salarios. Una mayor parte de efectivo sale de los bancos para pagar a los trabajadores. Aumentan las ventas, las ganancias y los salarios lo que aumenta aún más la demanda de bienes y servicios. El efectivo regresa a los bancos a través de los minoristas que lo reciben de las clases trabajadoras. No obstante, según Hawtrey, el efectivo que regresa a los bancos es menor que el que salió de los mismos ya que en los buenos tiempos donde crecen el empleo y los salarios los trabajadores guardan una parte del dinero recibido, y lo sacan de la circulación. Por tanto el stock de moneda en manos de los bancos cae. “Una vez que se agota serán incapaces de cumplir su obligación de proveer dinero cuando se les demanda, por muy

⁵ “[...] the banker creates the means of payment out of nothing, whereas when he receives a bag of money from his customer, one means of payment, a bank credit, is merely substituted for another, an equal amount of cash.”

solventes que sean. Si quieren evitar esta calamidad deben tomar medidas para detener la salida de moneda.”⁶ (Hawtrey, 1919a, p.22)

Esta salida de moneda ocurre poco a poco ya que el ajuste de los salarios toma tiempo en darse ante las nuevas condiciones. Esto hace que los bancos tarden en darse cuenta de que están sufriendo de una escasez de moneda. Debido a los rezagos en los efectos del incremento en los créditos los bancos están imposibilitados de tomar las medidas necesarias en los momentos adecuados.

La única solución es detener el otorgamiento de créditos. No obstante si todos los bancos deciden detener el otorgamiento de créditos a prestamistas que en realidad tienen necesidad de financiamiento para llevar a cabo sus negocios tiene consecuencias desastrosas para el sistema según Hawtrey. La falta de financiamiento dificulta el pago de obligaciones contraídas ya que no se tienen recursos con los que se contaban. Entonces la otra opción propuesta por Hawtrey es utilizar la tasa de interés como método para regular el crédito. Un aumento en la tasa de interés puede hacer que la demanda se ajuste a la oferta. La mayor tasa de interés será una señal para el comerciante para evitar contraer más obligaciones debido al alto precio del crédito.

Pero una vez más existe un problema en la lectura del momento en que se debe actuar. Un incremento en la tasa de interés en un momento en que la demanda de crédito no está creciendo tanto como para poner en peligro al banco reduce las ganancias del banco y limita la expansión de la producción y el comercio. “El recurso al que los bancos han recurrido casi invariablemente es apuntar a la preservación de cierta proporción fija entre sus reservas de efectivo y sus pasivos.”⁷ (Hawtrey, 1919a, p.27) Cuando los bancos individuales se dan cuenta que sus reservas se están vaciando aumentan su tasa de interés. Si la demanda de créditos excedente es general en todo el sistema todos los bancos tomarán las mismas medidas y la tasa de interés del mercado aumentará.

Aún así sigue existiendo el problema de tomar las medidas en el momento adecuado. Puede ser que para cuando las reservas estén cayendo ya sea demasiado tarde y el incremento en

⁶ “Once it is exhausted they will fail to discharge their obligation to provide money on demand, however solvent they may be. If they are to avoid this calamity they must take steps to check the drain of coin.”

⁷ “The expedient to which banks almost invariably have recourse is to aim at preserving a certain fixed proportion between their reserve of cash and their liabilities.”

la tasa de interés no sea efectivo para mejorar la situación de los bancos. “[...] los banqueros son humanos, y la seguridad absoluta parece ser inalcanzable mientras que el medio legal de pago sea algo cuya oferta está limitada; o casi limitada, y no puede ser incrementada a voluntad bajo la tensión de una crisis.”⁸ (Hawtrey, 1919a, p.28)

Por tanto, la introducción del dinero metálico ha sido efectiva a medias. Existe un mecanismo que limita la destrucción del estándar de valor debido a la depreciación del mismo sin límites. La expansión del crédito no puede continuar indefinidamente debido a la limitación que impone la necesidad de mantener reservas de moneda por parte de los bancos. Pero esto se logra a cambio de generar pánicos y quiebras en los bancos incapaces de pagar en efectivo parte de las obligaciones que tienen. Como se observa en la cita anterior, Hawtrey ya adelanta la respuesta a este problema, un medio de pago legal que a diferencia de los metales preciosos no tenga una oferta limitada.

3.3 *El papel moneda*

Lo que Hawtrey identifica como la solución al problema de la escasez de reservas de efectivo es la instauración de un medio cuya oferta pueda incrementarse a voluntad. Este tipo de medio puede ser el papel moneda, un documento de papel que se convierte por ley en curso legal para pagar una deuda.

Este papel moneda es distinto de los billetes bancarios. Mientras los segundos se crean como evidencia de un crédito por parte del banco y su valor está sustentado en la obligación que asume el banco, el papel moneda sustenta su valor en la capacidad que tiene de ser curso legal. “Así el billete bancario *representa* crédito; un billete de curso legal es *en sí mismo* dinero.”⁹ (Hawtrey, 1919a, p.31) Un billete bancario únicamente representa una transacción entre un deudor y un acreedor. Para el autor británico el papel moneda es dinero por sí mismo, no es una representación de nada, la ley le otorga la facultad para pagar deuda y esa característica lo convierte en dinero. Por tanto se tiene un sistema donde

⁸ “[...] bankers are human, and absolute security appears to be unobtainable so long as the legal medium of payment is something of which the supply is limited, or nearly limited, and cannot be increased at will under the stress of a crisis.”

⁹ “Thus a bank-note *represents* credit; a legal tender note is *itself* money.”

conviven el dinero crédito, el dinero fiat y el dinero mercancía. Los billetes bancarios, o letras de cambio, circulan junto con los billetes de curso legal y el dinero metálico, el oro.

El problema es entonces cómo determinar el valor de este tipo de dinero. El dinero metálico puede deducir su valor del que tiene el metal como mercancía. No obstante, el papel moneda no tiene una mercancía a la que su valor se encuentre atado, al menos en el caso en que no es convertible a nada que tenga un valor intrínseco.

Para determinar el valor de este dinero inconvertible Hawtrey introduce una categoría que llama “*unspent margin*” o margen o reserva no gastada. En el caso de la economía que funcionaba solamente con crédito el total de los créditos bancarios por pagar representan esta reserva. En términos más generales esta reserva representa el poder de compra en circulación que no ha sido gastado. “[...] dadas todas las condiciones económicas, los precios de las mercancías son directamente proporcionales al número de unidades de valor contenidas en la reserva no gastada de poder de compra.”¹⁰ (Hawtrey, 1919a, p.34) Los precios de los bienes y servicios se determinan una vez que se ha asignado el valor de una unidad que forma parte de esa reserva.

Si a ello se añade el dinero entonces la reserva no gastada consistirá de dinero en circulación y de crédito bancario por pagar. Si todas las condiciones económicas están dadas “[...] todos los valores monetarios, y en particular los precios de las mercancías, son directamente proporcionales a la cantidad de dinero en circulación.”¹¹ (Hawtrey, 1919a, p.35) Así se determina la unidad de valor y todos los valores monetarios. En el caso del papel moneda, el valor del papel será inversamente proporcional a la cantidad en circulación.

Aunque estas afirmaciones parecen llevar a la idea de que Hawtrey es un adherente de la teoría cuantitativa del dinero, el autor británico hace ciertas precisiones. Todo esto es cierto siempre y cuando todas las condiciones económicas estén dadas, y al tener esta limitante el mismo Hawtrey llama a este principio “necesariamente estéril”. De ahí pasa a analizar qué tan dadas podemos considerar esas condiciones económicas.

¹⁰ “[...] given all the economic conditions, the prices of commodities are directly proportional to the number of units of value contained in the unspent margin of purchasing power.”

¹¹ “[...] all money values, and in particular the prices of commodities, are directly proportional to the quantity of money in circulation.”

La primera que se discute es el monto de la reserva de poder de compra que no se ha gastado, ya sea en forma de efectivo o en forma de crédito. Hawtrey identifica tres razones por las que los individuos quieren mantener reservas de poder de compra no gastado. La primera es que los ingresos no llegan siempre en el momento en que se quiere realizar el consumo, por lo que se guarda una parte del poder de compra para gastos futuros. La segunda razón es tener una reserva para momentos inesperados. El tercero es juntar determinada cantidad de poder de compra para poder realizar determinada inversión.

“Los requerimientos de la comunidad de reservas de poder de compra podrían considerarse como constituyentes de la demanda de crédito y dinero.”¹² (Hawtrey, 1919a, p.38) Por tanto las razones por las que la gente mantiene esas reservas podríamos considerarlos como los motivos de demanda de dinero en términos muy keynesianos. Siguiendo este mismo enfoque podríamos pensar que en Hawtrey hay tres motivos, el motivo transacción, el motivo precaución y un tercero que podríamos llamar motivo inversión, que a diferencia del tercer motivo keynesiano no es necesariamente especulativo.

Ya tenemos la demanda de dinero. La oferta, por su parte, está compuesta por la oferta de crédito y la oferta de dinero. La primera proviene de los bancos, mientras que la segunda se determina por la regulación de la acuñación y la emisión de papel de curso legal. Las reservas o margen no gastado son iguales al dinero en circulación más las obligaciones de los bancos. Las obligaciones son iguales a los activos menos el capital y los activos son iguales a los créditos otorgados por el banco más las reservas de efectivo. Según Hawtrey cambios en las segundas no modifican el margen no gastado ya que lo único que implican es la transformación de crédito en efectivo o viceversa. Pero cuando los bancos modifican los créditos otorgados el margen no gastado se modifica en la misma proporción. “Tales cambios no están dentro del alcance de la teoría cuantitativa, que opera, hablando estrictamente, con condiciones dadas.”¹³ (Hawtrey, 1919a, p.39)

Una vez construido este nuevo escenario por Hawtrey donde tenemos lo que podríamos llamar una oferta de medios de pago compuesta por el crédito bancario no pagado aún más el dinero en circulación ya sea en forma metálica o en forma de papel dinero, se puede

¹² “The requirements of the community for reserves of purchasing power may be regarded as constituting the demand for credit and money.”

¹³ “Such changes are not really within the purview of the quantity theory, which deals, strictly speaking, with static conditions.”

poner a funcionar el sistema como en los dos casos anteriores. ¿Qué pasa cuando los bancos aumentan o disminuyen la creación de crédito? La descripción de este proceso es lo que terminaría por explicar el ciclo de los negocios o el ciclo económico, uno de los temas más discutidos durante la década de 1920.

Cuando aumenta la creación de crédito aumentan los ingresos de las personas ya sea en forma de rentas, salarios, ganancias, etc. Como se vio en los casos anteriores el crédito es utilizado para fines productivos y por tanto se transforma eventualmente en ingreso para alguien. Al aumentar los ingresos monetarios aumentan también los gastos en términos monetarios. Tanto el ingreso como el gasto son finales por lo que Hawtrey introduce las categorías de “ingreso del consumidor” y “desembolso del consumidor” con el fin de diferenciarlos de los gastos intermedios. El ingreso del consumidor es lo que “[...] un hombre tiene disponible para gastar en sus propias necesidades.”¹⁴ (Hawtrey, 1919a, p.41) Mientras que el desembolso del consumidor es lo que ese hombre gasta de ese ingreso. Dentro de este “consumidor” se incluye al inversionista, es decir parte del desembolso del consumidor incluye la inversión.

Entonces la creación de crédito aumenta el ingreso del consumidor y el desembolso del consumidor aunque no en la misma proporción. De cualquier manera es lógico esperar que haya un incremento en el desembolso que aumentará la demanda de bienes y servicios. Los recursos de los comerciantes que venden a los consumidores probablemente serán utilizados para pagar las deudas contraídas por lo que según Hawtrey la aceleración en la creación de crédito sería compensada por el incremento en el pago del endeudamiento por parte de los comerciantes.

Cuando los bancos quieren acelerar la creación de crédito normalmente bajan su tasa de interés para estimular los préstamos. La aceleración en la creación de crédito aumenta el desembolso de los consumidores y por tanto la compra de bienes de consumo. Esto significa que los inventarios de mercancías de los comerciantes comienzan a agotarse. Los comerciantes realizan nuevas órdenes a los productores para reponer los inventarios por lo que los productores aumentan sus solicitudes de crédito para poder aumentar la producción. Crece la producción, crece el crédito, crecen los ingresos y los desembolsos.

¹⁴ “[...] what a man has available to spend on his own needs.”

Debido al rezago entre el incremento en la oferta de bienes y la demanda de bienes dado el tiempo que toma la producción, el precio de los bienes aumenta. Pero esto ocurre después de que ha pasado cierto tiempo, una vez que el agotamiento de los inventarios es tan serio que se necesita aumentar los precios. “La creación de crédito adicional por los bancos no afecta los precios directamente, sino sólo a través del agotamiento de los inventarios.”¹⁵ (Hawtrey, 1926a, p.427) Y esto hace que el incremento de los precios no sea una consecuencia necesaria de la expansión en la creación del crédito; la situación de los inventarios y la proporción del nuevo ingreso que se consume son factores relevantes que pueden evitar el incremento de los precios. Si se da el crecimiento de los precios, el crédito necesario para producir una determinada cantidad de bienes aumenta y por tanto la creación de crédito se acelera aún más.

Una vez que el proceso de aceleración o desaceleración en la creación de crédito se detiene la economía comienza a ajustarse a las nuevas condiciones. Y a mitad del proceso de ajuste comienza un nuevo movimiento que vuelve a modificar las condiciones. “[...] excepto cuando la emisión de papel moneda está regulada y limitada, el valor de la unidad monetaria está tan expuesto a depreciarse indefinidamente como bajo el régimen de crédito puro no sustentado por dinero.”¹⁶ (Hawtrey, 1919a, p.52) El sistema tiene entonces cierta tendencia a la inestabilidad, sin importar el medio de pago que se utilice. Una vez que sale del equilibrio no hay fuerzas automáticas que lo hagan regresar. Y por ello Hawtrey consideraría que el ciclo económico es un fenómeno puramente monetario que surge siempre como consecuencia de los movimientos en el margen no gastado. (Hawtrey, 1929b)

En todo este proceso el papel de los bancos es determinante, pero no sólo al determinar la cantidad de crédito sino también la cantidad de dinero en circulación. La emisión de papel moneda depende del control que se realice del crédito para poner los billetes de curso legal en circulación. El dinero entra o sale de la circulación a través de los bancos, quienes al ver incrementadas o disminuidas sus reservas proceden a aumentar o disminuir la creación de

¹⁵ “The creation of additional credit by the banks does not directly affect prices, but only through the depletion of stocks.”

¹⁶ “[...] except so far as the issue of paper money is regulated and limited, the value of the monetary unit is just as liable to be indefinitely depreciated as under a regime of pure credit unsupported by money.”

crédito, dado que mantienen una proporción fija entre reservas y pasivos. Pero finalmente está en manos de los bancos el responder a la señal mandada por las autoridades monetarias.

De ahí la necesidad de crear una institución gubernamental, o que al menos mantenga una estrecha relación con el gobierno, que sea capaz de intervenir y participar en la creación de crédito según Hawtrey. El gobierno, que normalmente es el emisor del papel de curso legal, necesita un instrumento que permita reducir la dependencia respecto al accionar de los bancos. Este instrumento es un banco estatal o un banco central. Mediante los ajustes en la tasa de interés el banco central puede expandir o contraer el flujo de nuevos billetes. Además es el medio a través del cual los bancos pueden obtener dinero de curso legal en caso de que lo necesiten.

Entonces el banco central o alguna institución similar es la manera que ha encontrado Hawtrey mediante la cual se puede controlar este sistema monetario, ya esté basado en el crédito, en el dinero metálico, o en el papel moneda de curso legal. “El único método efectivo para controlar las emisiones de papel moneda es controlar la creación de crédito, ya que la demanda de dinero de curso legal para la circulación es consecuencia de la oferta de crédito. Por tanto la necesidad de un banco central de emisión”¹⁷ (Hawtrey, 1919a, p.52) El control de la creación de crédito permitirá evitar la depreciación o apreciación indefinida del valor del dinero. El instrumento con el que cuenta el banco central para alcanzar este objetivo es la tasa de descuento. De esta manera la inestabilidad del sistema podrá controlarse.

Pero la tasa de interés también tiene límites. Si existe un exceso de confianza en la economía se espera que los precios suban. Por tanto aumentará la demanda de créditos, la cual, si es satisfecha hará que los precios aumenten. Pero si el costo del crédito, la tasa de interés, aumenta lo suficiente el exceso de confianza puede contrarrestarse. El financiamiento al comercio no aumentará y el incremento de los precios podrá evitarse.

¹⁷ “The only effective method of controlling the issues of paper money is to control the creation of credit, for the demand for legal tender money for circulation is consequential upon the supply of credit. Hence the need for a central bank of issue.”

La tasa de interés no es igualmente efectiva cuando en lugar de un exceso hay una falta de confianza en el sistema. (Hawtrey, 1922) Por muy baja que sea la tasa de interés no se puede estimular la compra de bienes cuando se espera que los precios caigan. Pero esto sólo pasa según Hawtrey después de que ha ocurrido un fenómeno inflacionario, por lo que si se evita la inflación no ocurrirá este momento donde la tasa de interés como instrumento de política pierde efectividad.

La política monetaria tiene límites, no puede controlar el sistema tanto como sería deseable. Hay un momento en que sus instrumentos son inservibles. El momento es muy similar a lo que Keynes llamaría en la *Teoría General* trampa de liquidez. Al igual que en la explicación de Keynes, la razón por la que la tasa de interés deja de ser efectiva es que las personas no tienen confianza en el futuro del sistema. Incluso si obtienen más dinero del que normalmente demandarían no están dispuestos a gastarlo ya que al esperar que los precios caigan ello representará una pérdida en términos reales para ellos.

3.4 El patrón oro y las condiciones de post-guerra

Hawtrey define al patrón monetario como aquello que permite regular el valor o poder de compra de la unidad monetaria. Esto con el fin de mantener la estabilidad de la unidad en que las deudas se miden. El problema radica en encontrar un patrón monetario ideal que permita que la unidad con la que se mide la deuda tenga el mismo valor en términos de riqueza cuando se contrae que cuando se paga.

El patrón oro permite resolver este problema ya que se fija la unidad monetaria en términos de un bien cuyo valor es relativamente estable. Esto debe ser acompañado por instituciones reguladoras para evitar los problemas mencionados cuando se analizó el funcionamiento del dinero metálico.

Este patrón puede funcionar incluso sin que haya convertibilidad directa o circulación de oro (Hawtrey, 1919b) Se puede mantener una relación fija de los billetes respecto con el oro o divisas extranjeras que sean convertibles en oro. También se puede tener un sistema donde circulen las monedas de oro y los billetes cuyo valor se mantiene estable mediante la limitación de la oferta como se explicó en la sección anterior.

Para el fin de la guerra el patrón oro en Europa había sido abandonado por casi todos los países. La situación era bastante complicada por lo que era fundamental tomar la mejor decisión respecto al futuro del sistema monetario internacional.

“Nunca hubo un momento en el cual los sistemas monetarios del mundo estuvieron tan expuestos al peligro como lo están probablemente en el futuro inmediato. La profusión portentosa de papel moneda permite oportunidades sin paralelo para la deflación, mientras que el desarrollo del crédito y la elaboración de tales dispositivos como el patrón divisas han abierto el camino para una inflación adicional casi indefinida, encubierta bajo el disfraz de una economía de oro. Entre estos dos peligros contrarios parece no haber ningún principio claro para mantener a la humanidad en medio, y es incluso posible que uno tenga éxito mediante la reacción al otro.”¹⁸ (Hawtrey, 1919a, p.363)

Según Hawtrey los países tenían la opción de restaurar el patrón o de alterarlo, sin embargo no se plantea la posibilidad de mantener un sistema donde no exista un patrón metálico. Esto a pesar de que en *Currency and Credit* abre la puerta a esa posibilidad y explica la manera en que el valor del papel moneda podría mantenerse estable sin necesidad de atar el valor del dinero al valor de una mercancía.

La restauración del patrón podía llevarse a cabo de dos maneras según Hawtrey (1919a); la primera aumentando el valor del papel moneda hasta alcanzar su valor nominal en oro, y la segunda sería hacer las deudas pagables en oro a la vieja tasa y hacer que el papel moneda fuera convertible únicamente a su valor depreciado.

Para lograr la primera opción lo que se necesitaría sería contraer el crédito. La manera más lógica de hacerlo es el incremento en la tasa de interés. La demanda de crédito cae como consecuencia, lo que lleva a reducciones en la demanda, en la producción y en los precios. Sin embargo, si el gobierno es el principal deudor de corto plazo, como era el caso en la Europa de postguerra, la carga de la deuda aumentaría. Una política de este tipo sería como darse un tiro en la cabeza desde el punto de vista del gobierno.

Por ello la mejor opción según Hawtrey (1919a, 1919b) es reducir el endeudamiento del gobierno o si se ha financiado mediante la emisión de papel lo que debe hacer es pagar la

¹⁸ “There never was a time at which the currency systems of the world were so exposed to danger as they are likely to be in the immediate future. The portentous profusion of paper money affords unparalleled opportunities for deflation, while the development of credit and the elaboration of such devices as the exchange standard have opened the way to an almost indefinite further inflation, cloaked under the disguise of an economy of gold. Between these two contrary dangers there seems to be no clear principle to keep mankind in the middle way, and it is even possible that one may succeed by way of reaction to the other.”

gran mayoría de esos billetes. Esto quiere decir limitar el gasto del gobierno y poner en equilibrio de nuevo las finanzas públicas después de que el esfuerzo de guerra ya ha terminado. Por tanto se debe incrementar la recaudación mediante impuestos.

Hawtrey justifica esta política en un momento como el que vivía Europa en 1919 argumentando que evitaría un sobrecalentamiento de la economía. Los países se encuentran con la necesidad de reconstruirse. Durante la guerra los ahorros y la cantidad de poder de compra en manos de los consumidores han aumentado. Por tanto, una vez terminado el conflicto, habría una gran demanda de bienes y servicios. Esto llevaría al crecimiento de los precios ya que los inventarios de los comerciantes están limitados. Los precios altos facilitan el financiamiento bancario y se podrían llevar a cabo las actividades de reconstrucción. No obstante, existe un problema con este proceso. “Si el gasto es dirigido en demasía al consumo y muy poco a la inversión, el proceso de recuperación económica se retrasa, y la escasez de mercancías se intensifica y prolonga.”¹⁹ (Hawtrey, 1919a, p.350)

La recaudación de nuevos impuestos ayudará a reducir el desembolso de los consumidores y evitará que los precios sigan creciendo. Por otra parte, el pago de las deudas por parte del gobierno reduce los activos de los bancos, así como sus pasivos. Esto “[...] permite a los bancos otorgar créditos a los comerciantes por un monto igual sin incrementar el monto de inflación.”²⁰ (Hawtrey, 1919a, p.351) El financiamiento a las actividades productivas no cae debido a la política contractiva del gobierno. Únicamente desaparecen los recursos que los bancos estaban otorgando al gobierno, no los que se otorgaban al sector privado. De hecho para que la política sea realmente efectiva una vez que reduce la tenencia de valores gubernamentales en los bancos debe aumentar la tasa de interés según Hawtrey. Esto con el fin de que la caída en los activos no sea compensada con nuevos préstamos. La inversión puede continuar y se garantiza de esta manera la recuperación de los sistemas económicos.

Sin embargo Hawtrey sabe que no todo es tan fácil. “La deflación y la restauración del capital [...] deben considerarse rivales hasta cierto punto. [...] Los problemas del

¹⁹ If expenditure is directed too much to consumption and too little to investment, the process of economic recovery is retarded, and the scarcity of commodities is intensified and prolonged.

²⁰ “[...] enables the banks to grant credits to traders to an equal amount without increasing the amount of inflation.”

financiamiento de la recuperación son en gran medida consecuencia de esta rivalidad.”²¹ (Hawtrey, 1919a, p.352) Los recursos utilizados para pagar deuda del gobierno o equilibrar el déficit, podrían utilizarse en la inversión de capital. La caída en los precios reduce el estímulo para continuar con las inversiones y la producción. Los comerciantes evitan mantener inventarios cuando los precios están cayendo. Caen las nuevas órdenes y tanto la producción como el empleo caen.

En este proceso también juegan los tipos de cambio. Si todos los países deciden aplicar políticas de este tipo, el país que entre en deflación de manera más lenta sufrirá problemas en su tipo de cambio. La política contractiva de recaudación y reducción del crédito limitará el desembolso de los consumidores. De esta manera se podrá evitar la depreciación de la moneda. En caso de no seguir estas políticas la moneda seguirá depreciándose según Hawtrey. Esto ocurriría debido a que la continuación del consumo a nivel nacional mantendría los precios altos por un lado, y por otro generaría un desequilibrio en la balanza comercial que llevaría el valor de la moneda nacional hacia abajo.

Una manera para evitar los problemas acarreados por la restricción del crédito sería la otra opción mencionada por Hawtrey. Simplemente estipular por ley que las deudas se deben pagar en la vieja unidad de cuenta, y hacer el papel moneda depreciado curso legal por un monto menor a su valor monetario. El principal problema con esta política es obvio y es señalado por Hawtrey. La carga de las deudas se incrementaría de manera considerable en relación con el valor de las mercancías.

Utilizando el método anterior el resultado sería el mismo, con la única diferencia de que aquí el incremento de la carga de las deudas se extendería durante un período de tiempo mayor. Con la nueva propuesta la carga crecería de un momento a otro. “Por tanto el método en cuestión es muy peligroso, excepto cuando el endeudamiento de los comerciantes ha sido reducido a un monto desdeñable. Si esta condición no se cumple, es casi seguro que habrá una crisis severa.”²² (Hawtrey, 1919a, p.355) Y dado que es casi imposible alcanzar esta condición el método es impracticable.

²¹ “Deflation and capital restoration [...] must be regarded as in some degree rivals. [...] The problems of the finance of recuperation are largely the consequence of this rivalry.”

²² “Therefore the method in question is very dangerous, except when traders' indebtedness has been reduced to a negligible amount. If this condition is not fulfilled, there is almost certain to be a severe crisis.”

La ventaja es que el efecto de la caída en los precios es transitorio y es asimilado por consumidores y productores más rápidamente. La caída inmediata en los precios causada por la medida para restaurar el patrón monetario genera pérdidas. Sin embargo no hay razones para esperar caídas posteriores en los precios. Los comerciantes se ajustan, los salarios, las ganancias y los precios se ajustan al nuevo nivel de los valores. Así, aunque haya una crisis ésta será temporal y la actividad comercial y productiva podrá continuar sin problemas poco tiempo después.

Además de la opción de restaurar el patrón existe la opción de instaurar uno nuevo. Utilizar una nueva unidad monetaria que represente aproximadamente el mismo valor en oro de la unidad de papel. Esta medida sería similar a la instauración del *rentenmark* y después el *reichsmark* en Alemania con el fin de controlar la hiperinflación.

El perjudicado ahora sería el acreedor. No obstante, según Hawtrey, sufre más un deudor cuando la carga de su deuda aumenta, que un acreedor cuando ésta se reduce. Los acreedores sólo sufren una pérdida, mientras que los deudores pueden incluso caer en bancarrota, lo que perjudica también a los acreedores.

Dentro de este ambiente el gobierno debe pagar su deuda en el viejo patrón, ya que sería “deshonroso” aligerar la carga de su deuda aplicando este tipo de medidas. Esto a pesar de que Hawtrey se da cuenta de que ello implica una transferencia de riqueza hacia los deudores del gobierno por parte del resto de la sociedad. El pago se realizaría a partir de la recaudación de impuestos por lo que se estaría privilegiando a un grupo de personas por encima del resto, ya que el resto de los acreedores no gozarían del mismo beneficio.

Pero si el gobierno decide continuar financiando sus actividades mediante políticas inflacionarias, las medidas serán inservibles. Esto es lo que considera Hawtrey como el mejor argumento para mantenerse dentro del patrón. Si de todos modos, los “atajos” como él los llama, implican una modificación en la política fiscal del gobierno para garantizar la estabilidad del patrón, ya sea restaurado, ya sea nuevo, es preferible restaurar el viejo patrón.

Entonces Hawtrey apoya la restauración del viejo patrón, es decir, la aplicación de políticas contractivas que restrinjan el crédito y provoquen la deflación. Esto aún a sabiendas de las consecuencias negativas que la caída de los precios tiene sobre la producción y el empleo.

“Enfrentando un período de tribulación podemos regresar a una moneda sólida, y cosecharemos nuestra recompensa al tener un futuro claro frente a nosotros.”²³ (Hawtrey, 1919b, p.434)

El patrón también traía beneficios en lo que se refiere al ajuste de la balanza de pagos según Hawtrey. Cuando existe un cambio en las condiciones de la economía, ya sea una buena cosecha, una sequía o cualquier otra cosa que podría modificar las exportaciones o importaciones el patrón oro entraba en acción para equilibrar la balanza de pagos. Si hay una expansión de las exportaciones, las letras de cambio a favor de los exportadores nacionales aumentarán. El exportador venderá las letras a los bancos locales, lo que representa una expansión crediticia. El problema es que los bancos tendrán activos en una moneda extranjera y pasivos en moneda local. Esto genera disturbios en los mercados de divisas por el incremento en la oferta de letras de cambio.

No obstante, el mercado de divisas se ajusta ya que los ingresos extra obtenidos por los exportadores serán gastados, parte de lo cual se irá a comprar productos importados, o a inversiones en el exterior. Por su parte, el incremento en la demanda aumentará los precios al interior lo que genera mayores ingresos para los productores locales que lo gastan principalmente en importaciones debido a la mayor competitividad relativa de los precios en el mercado mundial. De esta manera, no era necesario que hubiera movimientos en las reservas de oro para resolver los desequilibrios según Hawtrey (1926b) Solamente se requería que hubiera ajustes en la expansión del crédito. El tipo de cambio se mantenía fijo por lo que el ajuste, en lugar de venir sobre el precio de la moneda a nivel internacional, ocurría mediante un ajuste de precios a nivel interno.

El problema con el patrón es que el ajuste no ocurría de la misma manera en el caso de una expansión por razones monetarias, es decir, aceleración en la creación de crédito. Hawtrey identifica dos tipos de productos, los productos de comercio exterior, que pueden ser importados o exportados, o a productos de comercio local, que normalmente son servicios que sólo pueden ofrecerse localmente. (Hawtrey, 1926b) En términos modernos Hawtrey está hablando de bienes comerciables y no comerciables. Cuando ocurre una expansión crediticia en algún país el incremento en la demanda de productos de comercio local puede

²³ “By facing a period of tribulation we can get back to a sound currency, and shall reap our reward in having a clear future before us.”

provocar incremento en su oferta o en sus precios dependiendo de la situación en la capacidad de producción.

En el caso de los productos de comercio exterior el efecto será principalmente una atracción de importaciones ya que sus precios están gobernados por el mercado internacional, aunque puede existir cierto incremento en la producción de los mismos. Habrá un exceso relativo de importaciones, el cual se acentúa por el incremento de precios al interior y la depreciación de la moneda, que hace los bienes externos sean relativamente más baratos. Las reservas de oro, que han estado saliendo de los bancos, comienzan a salir del país para pagar las importaciones. De esta manera, el ajuste del crédito que en el caso anterior se daba casi de manera automática, aquí es forzado por los movimientos del oro.

Las salidas de oro tenían que ser detenidas para evitar que las reservas desaparecieran por lo que los bancos se veían obligados a detener la creación de crédito, sin embargo el efecto se expandía a otros países. La contracción del crédito atraería el oro hacia el país que había realizado originalmente la expansión crediticia, por ello el resto de los países tendrían que aplicar medidas contractivas similares para evitar poner en riesgo sus reservas de oro. Por tanto “[...] todo lo que se requiere es que las condiciones de crédito sean las mismas en los distintos países que utilizan el oro, tanto como sea posible.”²⁴ (Hawtrey, 1926b, p.53)

Por tanto la cooperación internacional era necesaria en el nuevo contexto internacional. Debía haber un consenso general para regresar al patrón oro. De no haberlo y si todos los países intentan restablecer el patrón oro, la demanda por el metal será tan alta que para poder obtener las reservas necesarias se requeriría una deflación aún mayor. Para evitar que ello ocurra Hawtrey propone más bien aplicar un patrón oro-divisa. (Hawtrey, 1919b) Debe limitarse la utilización del oro como moneda a diferencia de lo ocurría en el siglo XIX. No se debe dejar entonces en manos del mercado el control del patrón monetario. De hacerlo así el precio del oro aumentaría considerablemente y el ajuste para regresar al patrón sería aún más complicado.

El problema con este patrón es que la emisión puede continuar manteniendo una reserva de oro fija o casi fija, lo que provocaría riesgos inflacionarios. De ahí que deba aplicarse una

²⁴ “[...] all that is required is that credit conditions should be as nearly as possible the same in different gold-using countries.”

fuerte política de control de la emisión manteniendo una proporción del papel moneda respecto a la reserva en metálico.

Como ya vimos el problema con la regulación de la cantidad de papel moneda es que los bancos tienen dificultades para determinar el momento en que sus reservas corren peligro. Hawtrey considera que una vez que se abandonó el patrón oro el ciclo económico, que había sido una característica fundamental del funcionamiento del patrón oro, ya no se estaba presentando. La explicación la encuentra en que ya no existía ese indicador de reservas de oro respecto a la emisión que generaba problemas para el control del crédito. Por tanto, observa que el regreso al patrón oro implica cierto peligro en este sentido. (Hawtrey, 1929a, p.75)

Hawtrey propone una solución a este problema, en la cual la cooperación internacional juega un papel fundamental. Debe existir una unión de bancos centrales que se encargue de estudiar el comportamiento del índice mundial de precios para poner frenos a la expansión del crédito aumentando las tasas de interés a nivel internacional en momentos donde exista el riesgo inflacionario. Las reservas no son un indicador ya que cuando comienzan a caer normalmente es demasiado tarde para actuar. Lo que debe vigilarse es el comportamiento de algún índice de precios.

“[...] podemos alcanzar una solución práctica de nuestros problemas monetarios bastante satisfactoria tan pronto como podamos alcanzar un acuerdo entre Inglaterra y Estados Unidos, como una manera de mantener sus emisiones no cubiertas de papel tan cerca de un monto fijo como sea posible, para permitir las remesas entre ellos sobre una base de oro-divisas, y para controlar el crédito con el fin de mantener el valor en oro de las mercancías, medido por un número índice, aproximadamente constante.”²⁵ (Hawtrey, 1919b, p.441)

El momento de intervención para detener la expansión del crédito tendría que ser justo antes de que comience el incremento de precios, cuando la producción está acercándose a su capacidad instalada. Si las medidas se aplican después de este momento sería ya difícil detener la depreciación indefinida de la moneda.

²⁵ “[...] we can arrive at a fairly satisfactory practical solution of our currency problems as soon as we can reach an arrangement between England and America, with a way to maintaining their aggregate uncovered paper issues as nearly as possible at a fixed amount, to providing for remittances between them on a gold exchange basis, and to controlling credit with a view to keeping the gold value of commodities, as measured by an index number, approximately constant.”

En realidad este patrón propuesto por Hawtrey tiene muy poca dependencia respecto al oro, o algún otro metal. Toda la regulación del valor es llevada a cabo por los bancos centrales, que cooperan entre sí con el fin de evitar la depreciación o apreciación excesiva de la unidad de cuenta. “Distintas monedas vinculadas por un patrón divisa planeado de esta manera podrían mantenerse permanentemente a la par unas con otras sin la intervención de medio metálico alguno.”²⁶ (Hawtrey, 1922, p.294) No obstante, sí debe existir por lo menos una moneda que mantenga una relación constante con el oro, en una propuesta similar a lo que después sería el sistema de Bretton Woods. Por tanto Hawtrey busca que se alcance una cooperación internacional en la regulación del crédito.

También es importante resaltar el papel que Hawtrey otorga a los dos centros financieros más importantes del mundo en ese momento, Nueva York y Londres. Uno de los argumentos recurrentes en Hawtrey para apoyar el regreso al patrón oro es que mejoraría la posición de Londres en los mercados internacionales. (Hawtrey, 1926b, 1919b, 1924). Incluso en la revisión que realiza al *Tratado sobre la reforma monetaria* de Keynes, asegura que una de las principales razones para no abandonar el patrón oro es que los países preferirían basar sus monedas en el dólar en lugar de la libra, ya que perderían seguridad respecto a su estabilidad. (Hawtrey, 1924)

Otra característica importante del sistema propuesto por Hawtrey es mantener la independencia del banco central respecto al gobierno, esto con el fin de evitar que se apliquen políticas inflacionarias. (Hawtrey, 1922) De esta manera la responsabilidad de la estabilidad de la moneda pasa directamente al banco central, el cual se encargaría de regularla además de vigilar que los principios de funcionamiento de los bancos se cumplieran.

Las ideas propuestas por Hawtrey tendrían gran influencia sobre una gran parte de los autores que discutirían temas monetarios durante la década de los veinte, por lo menos en lo que se refiere a los economistas británicos. Su obra fue considerada canónica en muchos círculos. Debido a ello era fundamental discutir sus ideas si se quería presentar una propuesta de política económica distinta. Keynes sería uno de los que aceptarían este reto y discutiría, aunque no de manera directa, las concepciones monetarias de Hawtrey,

²⁶ Different currencies linked by an exchange standard so planned could be maintained permanently at par with one another without the intervention of any metallic medium at all.”

especialmente su entendimiento de la política a seguir en lo que se refiere al patrón oro. El debate entre ambas propuestas será presentado en el último capítulo de este trabajo.

Capítulo 4. Ludwig von Mises

Mises es uno de los exponentes más importantes de lo que se conoce como Escuela Austríaca de Economía. Esta escuela fue fundada por Carl Menger con la publicación de *Grundsätze der Volkswirtschaftslehre*, Principios de Economía. Según Mises las ideas defendidas por Menger y por su escuela tenían una fuerte carga política. Al comentar sobre el debate entre Carl Menger y Gustav von Schmoller, el cual definiría las ideas de los austríacos, considera que las ideas de la Escuela Histórica Alemana eran una manera de defender el autoritarismo y la intervención estatal. Su función era básicamente la de difusión de las ideas gubernamentales de forma tal que el pueblo apoyara las políticas que se estaban llevando a cabo en Alemania. (Mises, 1989)

Menger defendía el argumento de que las ideas se generaban por la actividad humana en un momento dado pero esto no significa que la historia haya tenido algo que ver con esas ideas. De esta manera se afirmaba que la ciencia económica debía partir de la abstracción pura; este proceso permitiría llegar a descubrir los teoremas económicos que son válidos para la acción humana en general sin importar cuándo y dónde ocurra ésta. (Mises, 1989)

Esta manera de aproximarse al estudio de la economía definiría de manera notable los trabajos de Mises. Mises realizó sus estudios en la Universidad de Viena a principios del siglo XX. En un principio se enfocó al estudio del derecho y la administración pública, sin embargo pronto comenzó a interesarse por la teoría económica bajo la influencia de Eugene von Böhm-Bawerk, que había sido ministro de Hacienda y que era uno de los máximos exponentes de la Escuela Austríaca. Fue el economista en jefe de la Cámara de Industria y Comercio de Viena y durante la década de los veinte ocuparía un puesto en el gobierno austríaco encargado de asuntos financieros con el extranjero. Durante estos años conocería a Hayek sobre el cual tendría una influencia notable.

En sus inicios Mises estaría principalmente interesado en la discusión de los temas monetarios, tendencia que mantendría todavía durante la década de 1920 al entrar de lleno a la discusión del patrón oro y la hiperinflación alemana. Sin embargo, los acontecimientos en Rusia en 1917 lo llevarían a analizar la manera en que podía organizarse un sistema

económico bajo el dominio del socialismo. Mises sería un gran crítico de la intervención estatal en todas sus formas, y un incansable defensor del liberalismo.

El objetivo de este capítulo es analizar los escritos monetarios de Mises. Para ello la obra fundamental es la *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*, la Teoría del Dinero y el Crédito. Esta obra fue publicada originalmente en 1912, sin embargo se preparó una segunda edición en 1924. En la nueva edición la discusión de la teoría se realiza en muchos momentos a la luz de los acontecimientos de la Primera Guerra Mundial y de los años posteriores. Esta edición es la que servirá como obra eje durante el desarrollo del capítulo.

Al igual que en el capítulo anterior se parte del análisis de la teoría abstracta de Mises para culminar en la discusión de los acontecimientos de la época. En primer lugar se analiza la discusión sobre el origen del dinero y la naturaleza del mismo. Una vez entendido qué es el dinero se procede al análisis sobre los determinantes de su valor y lo que es necesario para su estabilidad. En la tercera sección el modelo abstracto se va complejizando ya que se introduce el sistema bancario y el dinero fiduciario. Finalmente se discuten los acontecimientos de la década de 1920 con base en la teoría presentada.

4.1 El origen y la naturaleza del dinero

En su libro Mises realiza un estudio del funcionamiento del dinero y del crédito desde su origen. Para el autor austríaco el dinero sólo puede surgir en una sociedad donde la producción se basa en la división del trabajo y se lleva a cabo de una manera “anarquista”, es decir, no existe ningún organismo central ni alguna institución similar que organice el esfuerzo productivo.

En este sistema el dinero surge como un facilitador de los negocios que se llevan a cabo en el mercado actuando como medio de intercambio común. A medida que el sistema va creciendo y se va complejizando surge la necesidad del intercambio indirecto. Los individuos buscarán entonces intercambiar sus bienes por aquellos que sean más comerciables. Sólo se estará dispuesto a cambiar el bien que se tiene por uno que no se necesita si se tiene la certeza de que será más fácil intercambiar el que se obtendrá que el que se tiene originalmente. De no ser así no se obtendría ningún beneficio del intercambio indirecto.

“[...] aquellos bienes que fueron originalmente los mas comerciables se convirtieron en el medio de intercambio común [...]”¹ (Mises, 1934, p.32) Hasta aquí Mises sólo está reformulando la teoría de Menger, fundador de la Escuela Austríaca. En el artículo titulado *On the origins of money*, Menger (1892) llega a la conclusión de que el dinero surge naturalmente a medida que se va desarrollando el sistema económico. Los individuos comienzan a buscar aquellos bienes que saben que será fácil intercambiar con el fin de obtener los bienes que desean. De esta manera, hay un bien o un grupo de bienes que termina convirtiéndose en el medio de intercambio general, ya que todos lo buscan por su alta capacidad de comerciabilidad. Este bien son los metales preciosos.

Entonces, bajo esta explicación el dinero es una mercancía igual que cualquier otra. La única diferencia que lo convierte en dinero es su capacidad de comerciabilidad. El dinero es aquella mercancía con el grado más alto de comerciabilidad dentro de la economía, cualidad que le permite convertirse en el medio de intercambio general.

Por tanto la función de medio de intercambio es la función fundamental del dinero. Para Mises el resto de las funciones que se le atribuyen provienen de esta capacidad de ser medio de intercambio general. Contrariamente a lo que dice Hawtrey, Mises considera que la función de ser un medio de saldar de deudas, un medio de pago de transacciones crediticias, proviene de su capacidad de ser medio de intercambio general. Esto es así porque una transacción crediticia es el intercambio de un bien futuro por un bien presente.

Esto es la teoría Hawtrey puesta de cabeza. Cabe recordar que para el autor británico la función de medio de intercambio proviene precisamente de la función de medio de pago del dinero, ya que una transacción de intercambio es precisamente una transacción crediticia donde la deuda es pagada inmediatamente y no es dejada para un futuro. Aquí se muestra la importancia que tiene la concepción que se tenga del origen del dinero en el entendimiento del funcionamiento del resto del sistema económico.

Mises niega incluso que el dinero sea la medida de valor y de los precios, función que se deriva de la de ser medio de pago o medio de intercambio según Hawtrey. La negación de esta función para el dinero en la teoría de Mises proviene de su aceptación de la teoría

¹ “[...] those goods that were originally the most marketable became common media of exchange [...]”

subjetiva del valor. Los individuos valoran las mercancías en términos de sus necesidades y deseos. De esta manera obtienen una estimación de los valores relativos de las mercancías, y se conforma su valor de uso subjetivo. “El valor de uso subjetivo no es susceptible de ningún tipo de medición.”² (Mises, 1934, p.42)

No existe un valor abstracto que pueda medirse. Los individuos asignan valores relativos a los bienes en cada acto específico de valuación que realizan. Y estos pueden cambiar de acuerdo a los deseos de los individuos. Por tanto tampoco se puede medir un valor de uso objetivo, ya que por principio no existe tal cosa como un valor de uso objetivo.

Y lo mismo ocurre con el valor de cambio objetivo, ya que éste se deduce de esas mismas valuaciones individuales. El valor de cambio objetivo de una mercancía puede expresarse además en cualquier otra mercancía.

Pero esto también cambió con la generalización del intercambio. Dado que el dinero se convirtió en algo que interviene en todos los intercambios las mercancías comenzaron a valuarse respecto al valor de cambio que tienen en términos de dinero, de esa mercancía que funciona como medio de intercambio general. En el mercado cualquier mercancía se puede convertir en dinero por tanto el dinero se transforma en medida de los precios y en medida del valor de cambio objetivo de las mercancías.

Esta situación generó que la posición de las mercancías en la escala de valores de los individuos se modificara según Mises. Una mercancía ya no tiene valor sólo por su valor de uso subjetivo, sino por el valor de uso subjetivo que puede obtener al intercambiar la mercancía por otras. De ahí que es necesario para el individuo conocer los precios de las mercancías.

Por tanto Mises hablará del dinero como medida de valor, pero siempre con la aclaración de que se está hablando del valor de cambio objetivo de las mercancías. No del valor de uso, ni subjetivo ni objetivo, ya que éste no puede medirse.

El dinero no necesita cambiar de manos cuando se lleva a cabo un intercambio. Mises habla de que se pueden utilizar “claims” o pagarés, por una suma equivalente. “Un pagaré en dinero puede transferirse una y otra vez en un número indefinido de intercambios indirectos

² Subjective use-value is not susceptible of any kind of measure.”

sin que se le solicite nunca a la persona por la que es pagable, la liquidación del mismo.”³
(Mises, 1934, p.50)

Los pagarés pueden convertirse en sustitutos exactos del dinero para realizar negocios en caso de que se paguen en cualquier momento, no haya duda sobre su seguridad y su liquidación no implique ningún costo. Estos pagarés utilizados como medios de intercambio general son uno de los tres tipos de dinero que considera Mises, el dinero crédito.

El dinero fiat es otro tipo de dinero que se compone de cosas que cuentan con una calificación legal especial. Lo que hace a estas cosas dinero el sello que ostentan, no el material del sello que constituye el dinero sino el sello en sí mismo. Tanto el dinero fiat como el dinero crédito se identifican porque son objetos que tecnológicamente no son diferentes de otros objetos que no son dinero. Un billete o un pagaré no son tecnológicamente distintos de un pedazo de papel, lo que los hace dinero es su situación legal.

El tercer tipo es el dinero mercancía. Este tipo de dinero es al mismo tiempo una mercancía comercial, una mercancía física. Esta mercancía es utilizada para fines monetarios en un sentido tecnológico. Es decir, se utilizan los metales preciosos, por ejemplo, por sus características físicas. Los metales son distintos a cualquier otra mercancía lo que los hace tecnológicamente aptos para funcionar como dinero.

Este tipo de dinero siempre se acepta de acuerdo a su calidad y peso. Mises crítica la visión chartalista de Knapp que afirma que el dinero es aceptado por el sello que lo avala, incluso si es dinero metálico. Para Mises el sello únicamente sirve para mostrar la fineza y peso del dinero. Las monedas valen por su peso. En el momento en que la acuñación se desorganiza a tal grado que se pierde confianza en los sellos las monedas comienzan a pesarse. Por tanto el Estado no es el que determina qué es lo que se utilizará como dinero.

Cuando se declara legalmente determinado medio de pago para saldar deudas, el comercio probablemente lo utilizará pero nada lo obliga a hacerlo, podría rechazarlo si lo considera

³ “A claim to money may be transferred over and over again in an indefinite number of indirect exchanges without the person by whom it is payable ever being called upon to settle it.”

pertinente. Si el medio de pago establecido legalmente es idéntico al que las partes tenían al contraer la obligación no habrá ningún efecto dentro del sistema económico.

Pero si proclama un medio de pago cuyo valor sea menor o mayor que el del medio contractual habrá efectos sobre el sistema económico. Según Mises lo más probable es que se imponga un medio de pago con valor menor, lo que significa que se cancelan las obligaciones parcial o totalmente. El deudor tiene que pagar una deuda menor. Caso contrario ocurriría si establece un medio de pago con valor mayor.

Pero aunque tenga estos efectos este medio de pago legal solamente lo es para saldar deudas existentes. Esta característica puede llevar a que se utilice como medio de intercambio pero no tiene porque ser de esta manera.

El Estado puede influir de manera notoria en la elección de la unidad monetaria debido al control que tiene sobre la casa de acuñación. Puede decidir que el dinero viejo deje de utilizarse y declarar un nuevo tipo de dinero. Tomará acciones para que ello ocurra. Sin embargo los individuos son los que deciden si el nuevo dinero se transforma en medio de intercambio general o no. Pueden rechazar el dinero nuevo y buscar nuevos medios de intercambio.

Por tanto, las autoridades no pueden imponer ningún tipo de dinero al sistema económico, ya sea dinero mercancía, fiat o dinero crédito. “[...] estas mercancías nunca pueden convertirse en dinero solo porque el Estado lo ordena; el dinero solo puede ser creado por el uso de aquellos que toman parte en las transacciones comerciales.”⁴ (Mises, 1934, p.61) El dinero surge como consecuencia de las actividades comerciales, el Estado no tiene nada que ver en su origen. El Estado sólo puede persuadir, no puede imponer.

Cualquiera que sea el tipo de dinero que exista dentro del sistema económico, no es necesario en sí mismo para la producción según Mises. Considera que no existe un solo bien que no pueda haberse producido en caso de que no existiera el dinero. Las pérdidas o ganancias de dinero no hacen a la humanidad más o menos pobre, a diferencia de lo que ocurre con cualquier otro bien. “Ninguna parte del resultado total de la producción depende de la colaboración del dinero, incluso si el uso del dinero es uno de los principios

⁴ “[...] these commodities can never become money just because the State commands it; money can be created only by the usage of those who take part in commercial transactions.”

fundamentales sobre los que el orden económico está basado.”⁵ (Mises, 1934, p.85) El dinero solo facilita el intercambio indirecto, el cual se hubiera dado de cualquier forma. La producción se lleva a cabo independientemente de lo que ocurra en el intercambio según esta concepción.

4.2 El valor del dinero

Una vez definido qué se entiende por dinero y explicado su origen Mises pasa a analizar la cuestión del valor. Como ya vimos, el valor es subjetivo para los adherentes de la Escuela Austríaca por lo que lo que interesa analizar es únicamente el valor de cambio objetivo del dinero.

El dinero tiene la característica especial de que su valor subjetivo está condicionado por su valor de cambio objetivo. Al ser el medio de intercambio general la valoración que haga cada individuo de él dependerá de su capacidad para obtener otros bienes. Y esta capacidad depende de su valor de cambio objetivo. “[...] para que el dinero tenga valor de uso, la existencia del valor de cambio es esencial.”⁶ (Mises, 1934, p.98) De hecho para el individuo el dinero no tiene un valor de uso como tal, sino solamente un valor de cambio subjetivo. Su valor de uso depende de la valoración subjetiva que el individuo da a los bienes que puede obtener a cambio de él. El valor subjetivo del dinero depende entonces de la utilidad marginal de los bienes por los que el dinero se puede intercambiar.

Por tanto, a diferencia del resto de bienes en la economía, el estudio de su valor no parte del valor de uso subjetivo sino de su valor de cambio objetivo, el cual se entiende como el poder que tiene un bien para comandar una determinada cantidad de otros bienes en el intercambio.

El valor del dinero no se basa en el empleo no monetario del material del que está compuesto, incluso si se trata de dinero mercancía. La posibilidad de que el material del que está hecho sea utilizado para fines monetarios no modifica en gran medida su utilidad y

⁵ No part of the total result of production is dependent on the collaboration of money, even though the use of money may be one of the fundamental principles on which the economic order is based.”

⁶ “[...] for money to have use-value, the existence of exchange-value is essential.”

por tanto su valor. El material del que se conforma el dinero tiene el mismo valor, sin importar si se utiliza como dinero o como cualquier otra cosa.

No obstante, obviamente esto no es así desde el principio. Cualquier cosa que sea utilizada como dinero debe tener un valor antes de que sea dinero. No sería utilizado como dinero en primer lugar, si no tuviera antes un valor de cambio objetivo basado en algún uso distinto. Y esto es así para los tres tipos de dinero según Mises. Una vez que ya se utiliza como dinero puede mantener su valor basado enteramente en su función como medio de intercambio. La fuente original de su valor puede haber dejado de existir pero el dinero sigue teniendo un valor.

Por tanto, en su origen el dinero surge porque tiene un valor como mercancía en la concepción de Mises. Una idea como la de Hawtrey donde es el crédito el que cumple en primera instancia las funciones del dinero es impensable en la concepción austríaca. Una teoría subjetiva del valor necesita que el dinero comience teniendo un valor como mercancía para de ahí derivar su valor de cambio objetivo. El dinero no se podría valorar como dinero ya que aún no ha realizado su función. Debe encontrar una fuente para determinar su valor de cambio objetivo, que no es otra cosa que su valor de intercambio relativo respecto al resto de las mercancías. Por tanto la concepción de dinero mercancía es fundamental para la construcción de la teoría de alguien como Mises, que parte de la teoría subjetiva del valor.

La determinación del valor de cambio objetivo del dinero se realiza de manera intertemporal. La demanda y oferta de dinero hoy se realiza con base en el valor de cambio objetivo que tuvo el dinero ayer. Un individuo decidirá cuánto dinero necesita para hoy con base en lo que ocurrió ayer. Su demanda junto con la oferta determinará el valor de cambio objetivo de hoy. De esta manera el valor del pasado determina el valor de cambio objetivo del presente.

Según Mises la demanda no se determina por factores objetivos como la cantidad total de bienes y la velocidad de circulación del dinero. El problema que Mises encuentra en esta visión, defendida por la teoría cuantitativa del dinero, es que parte de la demanda de dinero de la comunidad en su conjunto. Pero esta comunidad no es un agente económico, la

demanda de dinero se construye a partir de la demanda de dinero de cada uno de los agentes individuales, por lo tanto esta es la que debe analizarse.

Se debe partir del agente individual para entender los motivos de demanda de dinero. El primero motivo para tener dinero es tener un stock suficiente para cubrir los gastos y las necesidades personales probables. Esto dependerá tanto de los hábitos y costumbres del individuo como de la organización del sistema social de producción e intercambio. Pero todo ello son factores objetivos que tienen influencia como motivaciones únicamente. Lo relevante son las valuaciones subjetivas de los individuos.

Por si no fuera poco la existencia de sustitutos de dinero dificulta aún más el análisis de la demanda de dinero. La demanda social de dinero en sentido estrecho, sólo dinero sin incluir los sustitutos, deja de ser la suma de la demanda de dinero de los individuos en el sentido estrecho. Lo mismo pasa con la demanda social de dinero en sentido amplio, la que incluye los sustitutos de dinero. Esto es así porque una parte de los sustitutos de dinero que funcionan como dinero en manos de los individuos están cubiertos por sumas de dinero que funcionan como fondos de redención en el lugar donde los sustitutos de dinero son convertibles. Mises llama a este tipo de sustitutos de dinero cubiertos certificados monetarios, para diferenciarlos de los medios fiduciarios que no están cubiertos.

La línea que separa el dinero de los sustitutos de dinero se hace borrosa. Los individuos pueden estar demandando dinero en sentido estrecho, pero están dispuestos a aceptar sustitutos de dinero que les funcionan exactamente de la misma manera. Por su parte algunas instituciones emisoras de esos sustitutos de dinero pueden demandar dinero como tal pero sólo lo utilizan para respaldar sus emisiones. De ahí la dificultad de decidir en qué parte colocar a los sustitutos de dinero, si dentro de la demanda de dinero en sentido amplio o en sentido estrecho.

Para evitar confusiones Mises simplemente define a la demanda de dinero de una comunidad en sentido amplio como la demanda de dinero propiamente y medios fiduciarios, incluyendo lo que se utiliza para cubrir los sustitutos de dinero, mientras que la demanda de dinero en sentido estrecho será la demanda de dinero y de certificados monetarios, sin incluir la cobertura. En esta sección sólo se analiza la demanda sin incluir los medios fiduciarios, los cuales se discutirán al analizar los problemas de crédito y banca.

A pesar de los problemas para determinar o predecir la demanda de dinero de un individuo lo que se puede afirmar es que cuando cuenta con más dinero del que necesita lo gastará ya sea invirtiendo para hacer crecer sus negocios, ya sea comprando valores que generen interés o simplemente comprando bienes de consumo. Ocurrirá lo contrario cuando tenga menos dinero del que quiere. Comenzará a buscar la manera de hacerse de poder de compra vendiendo cualquier bien del que disponga.

Por tanto, cuando el stock de dinero de una comunidad aumenta los ingresos monetarios de cierto número de individuos aumenta. El incremento en el stock de dinero vuelve relativamente superfluo el dinero y relativamente escasos a otros bienes económicos. Por tanto la utilidad marginal del dinero disminuye. Los individuos están dispuestos entonces a ofrecer una mayor cantidad de dinero para obtener aquello cuya utilidad marginal es mayor relativamente. “Será el resultado obvio de esto que los precios de los bienes aumenten, y que el valor de cambio objetivo del dinero caiga en comparación.”⁷ (Mises, 1934, p.139)

El incremento en los precios en un primer momento ocurrirá sólo en los bienes en los que los individuos que recibieron más dinero están interesados. Pero esto generará que los que vendieron esos bienes tengan un mayor ingreso monetario y por tanto puedan realizar una acción similar. De esta manera el incremento de precios se generaliza, sin embargo, no se dará en la misma proporción en todos los bienes, ni será proporcional a los cambios en la variación de la cantidad de dinero. La forma en que los individuos valúan los cambios en la cantidad de dinero a su disposición no depende directamente del monto sino de otros factores subjetivos. “Todos aquellos que adscriben a variaciones en la cantidad de dinero un efecto proporcionalmente inverso en el valor de la unidad monetaria están aplicando un método de análisis que sólo es adecuado para condiciones estáticas a condiciones dinámicas.”⁸ (Mises, 1934, p.145)

El incremento en los precios generará aumentos en la producción y aumentos en los salarios, pero esto no significa un incremento en el bienestar económico según Mises. El resultado no incrementa la cantidad de bienes de consumo a disposición de la gente. Lo que

⁷ “It will be the obvious result of this that the prices of the goods concerned will rise, and that the objective exchange-value of money will fall in comparison.”

⁸ “All those who ascribe to variations in the quantity of money an inverse proportionate effect on the value of the monetary unit are applying to dynamic conditions a method of analysis that is only suitable for static conditions.”

ocurre es un cambio en la distribución de los bienes, pero no incrementa el total de bienes que los individuos poseen. Por tanto esta supuesta prosperidad sólo beneficia a una parte de la comunidad a costa de la pérdida del resto para Mises. Esto es así porque aunque la capacidad de pagar precios más altos que tienen los individuos que poseen originalmente la cantidad de dinero aumentada se va trasladando a los vendedores de esos bienes, para el momento en que el dinero incrementado llega a los últimos sectores los precios ya han crecido en una gran cantidad de bienes. Por tanto, a pesar de recibir un ingreso monetario mayor hay un grupo de individuos que sufre una pérdida de bienestar en términos reales.

Cuando el dinero se aprecia los ganadores son aquellas personas que venden sus bienes al final y mientras, han gozado de la caída de los precios del resto de los bienes. Los primeros en vender sus bienes lo hacen a un precio menor, por lo que su ingreso se reduce y además tienen que enfrentar los viejos precios que aún no se han ajustado, por tanto incurren en una pérdida en términos reales.

Las variaciones en el poder de compra del dinero también afectan las relaciones crediticias. Un incremento en el poder de compra del dinero perjudica al deudor y beneficia al acreedor, mientras que una caída tiene el efecto contrario. Aunque esto sólo pasa debido a que las personas tienen una creencia “ingenua” en la estabilidad del valor del dinero.

En el momento en que se generan expectativas sobre los cambios en el valor del dinero las transacciones de crédito se modifican. Si se espera una caída en el poder de compra del dinero los prestamistas preferirán no prestar el dinero y comprarán mejor otros bienes, en lugar de bienes futuros. Cabe recordar que para Mises una operación de crédito consiste en el intercambio de un bien presente por un bien futuro. Los deudores por su parte buscarán endeudarse, comprar bienes con el dinero obtenido para luego venderlos y obtener una ganancia por encima de lo que tienen que pagar. Por tanto, asegura Mises que cuando ocurre una depreciación continua los prestamistas exigen tasas de interés mayores y los que piden prestado están dispuestos a pagarlas.

Pero esto sólo ocurre porque es imposible prever lo que ocurrirá en el futuro. Los prestamistas intentan protegerse ante la incertidumbre pero no tienen la certeza de que lo que esperan ocurrirá. “[...] si la dirección y magnitud de las variaciones en el valor de cambio del dinero pudieran ser previstas, no serían capaces de afectar las relaciones entre

deudor y acreedor; las alteraciones futuras en el poder de compra podrían incorporarse en los términos originales de la transacción de crédito.”⁹ (Mises, 1934, p.200)

El Estado normalmente busca influir sobre el valor del dinero. Esto lo realiza a través de la política monetaria. Según Mises el instrumento principal que tiene el Estado en este sentido es la influencia que tiene sobre la elección del tipo de dinero. Su capacidad de acción se verá limitada por el tipo de dinero que se utiliza. Si se aplica un patrón metálico la única medida de política monetaria que puede aplicar por sí mismo es utilizar otro tipo de dinero. En cambio si el dinero es fiat o dinero crédito el Estado puede influir sobre el valor de cambio objetivo modificando su cantidad.

Existen dos tipos de políticas que el Estado puede seguir, la inflacionista o la deflacionista. La política inflacionista busca incrementar la cantidad de dinero. De esta manera se deprecia la moneda, que es el objetivo que se busca ya que se intenta beneficiar a los deudores, estimular las exportaciones, y la producción. Como se puede deducir de lo ya mencionado, es muy probable que este tipo de políticas fracasen. Para empezar, la depreciación puede beneficiar al deudor únicamente si la depreciación no es esperada. Si las medidas inflacionarias son esperadas el acreedor se cubrirá del riesgo aumentando la tasa de interés.

Por otra parte, la depreciación no estimula necesariamente la producción. La distribución del ingreso generada por la inflación puede hacer que se transfiera riqueza del pobre al rico lo que aumentaría el ahorro, la acumulación de capital y por tanto la producción y el bienestar. El problema radica en que debido a que los préstamos de dinero se han convertido en el principal instrumento de ahorro la depreciación disminuye el motivo para ahorrar, ya que el dinero prestado no será recuperado en términos reales si se espera una depreciación. Por tanto es poco probable que la producción aumente.

La política inflacionista también se justifica como un tipo de recaudación impositiva que es recomendable en ciertas circunstancias. Se considera que es mejor recurrir a la emisión de billetes que a la recaudación directa. Un contexto de guerra es el ejemplo más claro de un escenario de este tipo. Aún así Mises considera que ni siquiera en estos casos es

⁹ “[...] if the direction and extent of variations in the exchange-value of money could be foreseen, they would not be able to affect the relations between debtor and creditor; the coming alterations in purchasing power could be sufficiently allowed for in the original terms of the credit transaction.”

recomendable la política inflacionista. Falsifica los cálculos y da una apariencia de prosperidad económica, además de que impone una carga impositiva que buena parte del público no nota. La inflación se utiliza como un recurso para ocultar consecuencias. Cumple la función política de engañar a la gente y permitir que los que están en el poder se mantengan ahí.

De hecho este tipo de políticas ni siquiera pueden ser efectivas por las limitaciones para conocer la magnitud de los efectos de las variaciones en la cantidad de dinero. Podemos conocer hasta cierto punto la tendencia de lo que ocurrirá pero nunca sabremos la intensidad con que las variaciones en las proporciones entre oferta y demanda afectarán las variaciones subjetivas de los individuos, según Mises. “[...] no hay ningún tipo de política inflacionaria donde la extensión de sus efectos pueda ser prevista.”¹⁰ (Mises, 1934, p.230) Si la política es excesiva el Estado corre el riesgo de que el comercio abandone la moneda y busque un nuevo tipo de dinero para llevar a cabo sus transacciones. Esto debido a que la depreciación de la moneda es tan fuerte que su poder de compra prácticamente desaparece.

La política deflacionista por su parte tiene como objetivo elevar el valor de cambio objetivo del dinero. Esto se logra restringiendo los incrementos en la cantidad de dinero cuando su demanda aumenta. Implica un costo para las finanzas públicas que tienen que por lo menos renunciar al ingreso potencial que se podría obtener de la emisión de billetes en momentos en que la demanda de dinero crece.

Por las consecuencias que tiene esta política es considerada muy impopular por Mises. En primer lugar genera un estímulo de las importaciones y una reducción de las exportaciones que empeora la situación de la balanza comercial. Además beneficia a los acreedores por encima de los deudores, a aquellos que tienen ingresos fijos. Incluso el Estado se ve perjudicado por ello ya que normalmente se encuentra en una posición deudora.

4.3 Los bancos, el crédito y el dinero fiduciario

Mises considera que existen dos maneras en que los bancos pueden llevar a cabo sus negocios, la primera es negociar crédito a través de los préstamos de dinero de otras

¹⁰ “[...] there is no kind of inflationary policy the extent of whose effects can be foreseen.”

personas, es decir, a través de depósitos, y la segunda es emitir medios fiduciarios, billetes y otros instrumentos no cubiertos por dinero.

Al igual que ocurría con la incorporación del dinero al intercambio, la incorporación del sistema bancario al análisis y los cambios que puedan sufrir, no afecta de ninguna manera relevante el funcionamiento general del sistema económico. Los valores de los bienes económicos, incluido el dinero, no se modifican por intervención directa de los bancos, ya que son las valuaciones subjetivas de los individuos las que los determinan.

En lo que se refiere a la primera manera del negocio bancario el análisis de Mises es prácticamente igual al análisis tradicional de la actividad bancaria. Los bancos piden dinero prestado de las personas para ellos prestarlo a su vez. La diferencia entre la tasa de interés que pagan y la que cobran representa su ganancia. El crédito otorgado por los bancos debe mantener una relación cuantitativa y cualitativa con el crédito que obtiene. Sólo de esta manera se puede evitar el riesgo de insolvencia. Entonces en esta función el banco es simplemente un intermediario, y los efectos que su actividad pueda tener sobre el dinero y su valor son mínimos. “En lo que se refiere al dinero y a la teoría monetaria, incluso la función de los bancos como negociadores de crédito es de importancia sólo en la medida en que es capaz de influir sobre la emisión de medios fiduciarios [...]”¹¹ (Mises, 1934, p.263)

Para comenzar el análisis de los medios fiduciarios Mises hace primero una precisión para diferenciar entre dos tipos de crédito. El crédito mercantil se caracteriza porque se impone un sacrificio sobre una de las partes que cumple con su obligación antes que la otra. Una parte entrega una cantidad de dinero o bienes y espera que en el futuro la otra parte, que se ha beneficiado, pague por ese sacrificio. En el crédito de circulación la ganancia de la parte que recibe antes de pagar no se compensa por un sacrificio de la parte que paga antes de recibir. Una de las partes renuncia a la posesión de cierta cantidad de dinero pero esto no significa una reducción en su satisfacción. Si la entrega se realiza mediante pagarés pagaderos a la vista, entonces no implica ningún sacrificio inmediato.

El crédito de circulación es posible porque el pagaré que se entrega es un sustituto del dinero, puede cumplir las mismas funciones que tiene el dinero, por lo que para la persona

¹¹ “As far as money and monetary theory are concerned, even the function of the banks as negotiators of credit is of significance only so far as it is able to influence the issue of fiduciary media [...]”

que lo recibe es indiferente tener este sustituto o dinero propiamente. Su valor se encuentra completamente determinado por el valor de aquellos bienes que lo respaldan, normalmente el dinero. Por tanto el valor de cambio objetivo de un pagaré de seguridad indudable no difiere del valor de cambio objetivo del dinero, lo que lo hace “[...] comercialmente competente para tomar completamente el lugar del dinero.”¹² (Mises, 1934, p.266)

Esta característica permite al emisor de los pagarés obtener más obligaciones de las que será capaz de pagar en algún momento determinado. Si los pagarés pueden suplir el dinero y no hay dudas sobre su confianza es probable que pase mucho tiempo antes de que se le presenten para su pago, ya que continuarán utilizándose en la circulación, por lo que podrá emitir más de lo que puede pagar. Por esta razón los medios fiduciarios son capaces de incrementar la cantidad de dinero en circulación en sentido amplio, lo que significa que tienen efectos sobre el valor de cambio objetivo del dinero. Pero si la condición de seguridad y confiabilidad no se cumple el medio fiduciario deja de ser un buen sustituto del dinero y su valor de cambio objetivo dejará de ser equivalente al del dinero.

Esta característica es lo que llama Mises una paradoja. La confianza en el pagaré depende de la certeza que se tiene respecto a la capacidad de pago del emisor. No obstante, una de las características fundamentales de este tipo de pagarés es que el emisor adquiere obligaciones por encima de su capacidad. En el momento en que las personas se dan cuenta de ello buscan redimir el pagaré y convertirlo en dinero. Esto genera un pánico que lleva al emisor a la quiebra. Lo paradójico es que el emisor nunca tiene la capacidad de redimir todos sus pagarés por lo que no importa el momento en que se presente el pánico, nunca tendrá la capacidad para reaccionar.

Para Mises la emisión de medios fiduciarios puede llevarse a cabo de dos maneras distintas. Una es cuando la realizan los bancos quienes consideran la transacción como la adquisición de una deuda. Por tanto debe compensarlo en su balance con un activo que puede ser un préstamo o una inversión. La segunda forma es cuando el emisor considera el valor de los medios fiduciarios como una adición a su ingreso o capital. Las ganancias se embolsarán por el emisor, esto ocurre con el caso de la acuñación de dinero *token* o simbólico donde las ganancias de la emisión son conocidas como señoreaje. Los emisores del primer tipo son

¹² “[...] commercially competent to take the place of money entirely.”

los bancos y otras instituciones similares y el del segundo tipo es el Estado que además del dinero simbólico puede emitir billetes del Tesoro convertibles.

Los bancos que emiten billetes o abren cuentas corrientes para sus clientes son capaces de otorgar créditos por encima de sus propios recursos y los recursos que están a su disposición que son de otras personas. De esta manera lo que ocurre es que “[...] los préstamos son otorgados a partir de un fondo *que no existía antes de que los préstamos fueran otorgados.*”¹³ (Mises, 1934, p.271)

Los bancos pueden emitir billetes de dos maneras. La primera es intercambiarlos por dinero. Este tipo de actividad en términos contables representa la adquisición de un nuevo pasivo, el billete emitido, que es inmediatamente balanceado por un activo, el dinero recibido. No existe ningún tipo de ganancia para el banco, incluso representa una pérdida ya que la emisión del billete implica un costo. La otra manera de emitir billetes es mediante préstamos a personas que buscan créditos. Desde un punto de vista contable también se crea un pasivo junto con un activo pero desde el punto de vista económico esta es solamente una transacción de crédito. El banco obtiene una ganancia mediante la realización de este tipo de actividades.

Este tipo de actividades debe distinguirse claramente de la emisión de letras de cambio según Mises. Cuando aumenta la cantidad de billetes en circulación lo que ocurre es que se está otorgando más crédito, mientras que cuando aumenta la cantidad de letras de cambio se está demandando más crédito. Lo primero presiona hacia abajo la tasa de interés, mientras que lo segundo hace que esta tasa aumente.

Pero todo esto no quiere decir que los medios fiduciarios modifiquen en algo la naturaleza del intercambio indirecto. Únicamente actúan como sustitutos del dinero y como tal el intercambio indirecto que se lleva a través de ellos no es en nada distinto al intercambio indirecto que se lleva a través del uso del dinero.

La generalización del uso de medios fiduciarios puede reducir la demanda de dinero en el sentido estrecho. “Esto constituye la gran importancia de los medios fiduciarios, en ello

¹³ “[...] loans are granted out of a fund *that did not exist before the loans were granted.*”

debe buscarse su efecto en la tasa de cambio entre el dinero y otros bienes económicos.”¹⁴ (Mises, 1934, p.297) Asimismo pueden aumentar o disminuir la cantidad de dinero en sentido amplio, pero ello no ocurre como consecuencia de cambios en la demanda de dinero.

Esta afirmación de Mises representa una crítica a la *Banking School*. La demanda de dinero sólo cambia como respuesta a cambios en la oferta de medios fiduciarios cuando el sistema bancario busca que esto ocurra así. Los bancos de emisión reducen la tasa de interés por debajo de la tasa de interés natural, de forma tal que estimulan la demanda de crédito cuando quieren aumentar la cantidad de medios fiduciarios en circulación. Esto es lo contrario a lo que afirma la escuela bancaria, donde la cantidad de medios fiduciarios se ajusta a la demanda que se hace de ellos.

Entonces las fluctuaciones en la demanda de crédito de los bancos de emisión deben entenderse con relación a su política crediticia. Los bancos son capaces de incrementar de manera indefinida la cantidad de dinero y de sustitutos de dinero en circulación. Pueden simplemente decidir aumentar sus emisiones para lo cual bajarán la tasa de interés, la demanda no restringe su decisión ya que pueden modificar esta demanda. Por tanto la oferta de dinero puede considerarse como exógena e independiente de la demanda de dinero. No existe relación entre los determinantes de ambas por lo que cambios en la cantidad de dinero llevarán a cambios en el valor de cambio objetivo del dinero, y por tanto en los precios.

Los cambios en la proporción entre la cantidad de dinero y la demanda de dinero sólo pueden influir directamente en la tasa de interés cuando se emplea el dinero metálico. Los cambios en la cantidad de metal disponible para usos no monetarios significan modificaciones en el fondo nacional de subsistencia y por tanto influyen sobre la tasa de interés. Si estas condiciones no se cumplen la relación entre los cambios en la cantidad de dinero y la tasa de interés no ocurre de manera directa.

La manera en que los cambios en la cantidad de dinero afectan la tasa de interés es de manera indirecta a través de las modificaciones en la distribución del ingreso. Las personas

¹⁴ “This constitutes the great significance of fiduciary media, in this their effect on the exchange-ratio between money and other economic goods is to be sought.”

con mayores ingresos ahorran más que las que tienen menores ingresos. Estos últimos tienen en mayor estima los bienes presentes mientras que los primeros prefieren los bienes futuros.

Por tanto, según Mises, no se puede asegurar que un incremento en la cantidad de dinero hace que la tasa de interés caiga, ni tampoco que una caída en la cantidad hace que la tasa aumente. Esto es así porque no se puede asegurar si los cambios en la cantidad de dinero beneficiarán o perjudicarán los ahorros y por tanto la acumulación de capital.

A pesar de esta afirmación Mises sí encuentra ciertas tendencias. Cuando el valor de cambio objetivo del dinero cae los empresarios se benefician ya que serán capaces de realizar una parte de sus gastos de producción a los precios que no correspondan al mayor nivel de precios, mientras que podrán vender a precios incrementados. Lo contrario ocurre cuando aumenta el valor de cambio objetivo del dinero. Como consecuencia cuando cae el valor del dinero los empresarios pueden pagar tasas de interés mayores, y enfrentarán la competencia de otros que están en una situación similar y tienen la expectativa de mayores ganancias. “Esto dura siempre y cuando el movimiento del valor de cambio objetivo del dinero continúe. Cuando este se detiene, entonces la tasa de interés se restablece al nivel dictado por la situación económica general.”¹⁵ (Mises, 1934, p.349) Esto es así porque el proceso de distribución del ingreso se detiene y las ganancias que se habían obtenido se compensan por las pérdidas que sufren otros individuos.

En el caso en que haya un incremento en la cantidad de medios fiduciarios emitidos por un banco, los cambios en la distribución del ingreso son favorables al banco y por tanto para la acumulación de capital, ya que el emisor utiliza la mayor riqueza que obtiene para invertir directamente o lo presta a los productores. La oferta de bienes presentes aumenta y por tanto cae la tasa de interés. Según Mises es muy probable que este cambio sea permanente ya que no será compensado por la disminución de la propiedad de otras personas.

De esta manera los cambios en la cantidad de dinero llevados a cabo a través de la emisión de medios fiduciarios tienen un efecto directo, que se acaba de explicar, y uno indirecto que proviene de las modificaciones en la distribución del ingreso. Qué efecto ejercerá una

¹⁵ “This lasts as long as the movement of the objective exchange-value of money continues. When this ceases, then the rate of interest is re-established at the level dictated by the general economic situation.”

mayor influencia sobre la tasa de interés es una cuestión difícil de definir de acuerdo con el autor austríaco.

Debido a que los bancos tienen la capacidad de extender sus emisiones indefinidamente al facilitar las condiciones para el otorgamiento de créditos, entonces tienen la capacidad de estimular la demanda de capital mediante ampliaciones en la emisión de medios fiduciarios que reducen la tasa de interés. “[...] la tasa de interés sobre préstamos y el nivel del valor de cambio objetivo del dinero está limitado únicamente por los costos de operación de los bancos [...]”¹⁶ (Mises, 1934, p.359) Seguir esta política significa que la tasa monetaria de interés caerá por debajo de la tasa de interés natural, que es la que se establecería si los préstamos se realizarán en bienes reales sin la intermediación del dinero.

Para explicar cómo los cambios en la tasa de interés afectan a la producción Mises tiene que hacer una explicación de una teoría del capital que en muchos sentidos es muy similar a la enunciada por Böhm-Bawerk. Cuando se llevan a cabo las inversiones los individuos prefieren invertir en aquellos procesos de menor duración ya que estos ofrecen mayores beneficios. Una vez que la producción continúa, únicamente quedan disponibles los procesos más largos. Estos generan un producto mayor que procesos más cortos, pero el rendimiento obtenido es relativamente más pequeño. Además necesitan que ya haya existido cierto crecimiento en los medios de subsistencia para poder mantener a los trabajadores y empresarios durante el proceso más largo que tarda más tiempo en generar productos.

Una vez que la acción de los bancos reduce la tasa de interés por debajo de la tasa de interés natural, aumentan los estímulos a la inversión. La inversión se llevará a cabo hasta el monto que corresponde a la tasa de interés más baja, a pesar del hecho de que no existen los bienes intermedios necesarios para llevar a cabo procesos de producción más largos. La caída en la tasa de interés creará la ilusión de que los procesos de producción largos son redituables. “Llegará necesariamente un momento en que los medios de subsistencia disponibles para el consumo se han agotado por completo aunque los bienes de capital

¹⁶ “[...] the rate of interest on loans and the level of the objective exchange-value of money is then limited only by the banks’ running costs [...]”

empleados en la producción aún no han sido transformados en bienes de consumo.”¹⁷ (Mises, 1934, p.362) Como consecuencia los precios de los bienes de consumo aumentan mientras que los precios de los bienes de producción caen, y la tasa de interés aumenta y se aproxima a la tasa de interés natural.

El resultado es una crisis causada por la emisión de medios fiduciarios por parte de los bancos. Hay una pérdida de valor ya que una parte del capital invertido en los procesos de producción excesivamente largos ya no se recupera. La producción se ajusta a las nuevas condiciones por lo que el incremento original se pierde. Se ha invertido capital en un momento en que las condiciones no permitían incrementar la producción. La acción de los bancos lleva a una situación artificial insostenible cuyo desenlace es una crisis. La profundidad de la crisis dependerá del período de tiempo en el que la tasa de interés en el mercado de préstamos ha estado por debajo de la tasa natural. Entre mayor sea este período la cantidad de capital invertido en proceso más largos es mayor y por tanto la pérdida de valor será más grande. Esto es lo que Mises llama la Teoría de la Circulación de Crédito, que permite explicar los ciclos económicos. (Mises, 1978a) Al igual que en Hawtrey la explicación del ciclo tiene un carácter monetario.

4.4 La inflación y el patrón oro

Mises fue un gran crítico de la política gubernamental llevada a cabo por el *Reich* durante los primeros años de la posguerra. En 1923 publicaría un artículo que habría terminado de escribir en enero de ese mismo año, cuando Alemania ya se encontraba en pleno proceso hiperinflacionario pero antes de la ruptura definitiva del marco como moneda. En este artículo Mises (1978b) propone que la única manera de detener el proceso es detener la impresión de billetes y prohibir el financiamiento de los déficit del gobierno emitiendo billetes. La única causa de la inflación había sido la política llevada a cabo por el gobierno alemán.

Las emisiones del *Reichsbank* tenían que estar completamente respaldadas por oro. No podría crear crédito, sólo realizaría la función de intermediario. Los depósitos recibidos y

¹⁷ “A time must necessarily come when the means of subsistence available for consumption are all used up although the capital goods employed in production have not yet been transformed into consumption goods.”

los recursos propios serían el indicador con base en el cual podría otorgar préstamos. Debía de limitarse cualquier emisión de activo que no estuviera respaldada por estos recursos.

Una vez realizado esto la depreciación del marco se detendría y entonces el siguiente paso sería establecer una conexión entre el valor del marco y el valor del oro. La primera medida es condición necesaria para la segunda, ya que “[...] la estabilización del valor oro de una unidad monetaria sólo puede alcanzarse si las imprentas son silenciadas.”¹⁸ (Mises, 1978b, p.16)

La conexión entre el marco y el oro permitiría eliminar el gran problema causante de la hiperinflación en Alemania, la intervención del gobierno en el mercado monetario. Esta es la gran ventaja que tiene un patrón oro, las modificaciones en su cantidad son independientes de las decisiones de las autoridades políticas, y dependen más bien de la rentabilidad de la producción de oro, como cualquier otra mercancía.

Para Mises era posible establecer el viejo patrón sin mayores inconvenientes. La escasez de oro no era un problema ya que, según él, nunca puede existir mucho o muy poco oro para cubrir las necesidades monetarias. Además, considerando que la situación en Europa era peor que en 1914 dado que el nivel de pobreza era mayor y el comercio había disminuido, la demanda de oro también debía de haberlo hecho. En última instancia incluso era posible utilizar el patrón oro divisa, el oro no tenía que entrar directamente en la circulación. (Mises, 1978b)

Estas ideas de Mises están directamente en contra de lo sostenido por la escuela de la balanza de pagos. El tipo de cambio se encuentra determinado por el poder de compra relativo de las monedas. Y este se encuentra determinado a su vez por el nivel de precios domésticos el cual depende de la cantidad de dinero en circulación. Por tanto la moneda sólo puede depreciarse a causa de la inflación generada al interior de la economía. Y la existencia de déficit en la balanza de pagos sólo puede explicarse por los movimientos en los precios.

En esta explicación Mises se adscribe a la doctrina de la paridad del poder de compra. La balanza de pagos está en equilibrio al tiempo que las monedas tienen un poder de compra

¹⁸ “[...] stabilization of the gold value of a monetary unit can only be attained if the printing presses are silenced.”

idéntico en cualquier país. La única razón que hace que las balanzas de pagos salgan de este equilibrio y que los tipos de cambio cambien por encima o por debajo de su tasa “natural” es una modificación en los precios que afecta el poder adquisitivo de la moneda. Ello genera desequilibrios en la balanza de pagos los cuales son resueltos por la actividad libre del mercado. Pero si la inflación continúa la actuación del mercado es incapaz de restablecer el equilibrio en la balanza de pagos y restablecer el tipo de cambio a su nivel natural. Por esta razón no se puede hablar de que la inflación es consecuencia de la depreciación, en la teoría de Mises la depreciación siempre es consecuencia de la inflación.

De ahí que la causa de todos los problemas en Alemania se expliquen por la política inflacionista seguida por el gobierno, la cual no era justificable ni siquiera por el gran peso que imponía el monto de las reparaciones. Según Mises existían otras opciones para financiar el pago de las reparaciones. “[...] la depreciación continua del marco alemán no puede ser consecuencia de los pagos de reparaciones. La depreciación del marco es simplemente resultado del hecho de que el gobierno obtiene los fondos necesarios para realizar los pagos a través de nuevas emisiones de billetes.” (Mises, 1978b, p.36)

Pero esta era la única opción que tenía el gobierno alemán si quería evitar perder el apoyo mayoritario con el que contó durante algunos años, según Mises La política inflacionista busca esconder las verdaderas consecuencias de las acciones llevadas a cabo por los gobiernos, por lo que la considera “antidemocrática.”

Mises incluso afirma que hay un trasfondo ideológico detrás de toda política inflacionista. La inflación siempre es consecuencia de la acción humana, de la política inflacionista; nunca se puede recurrir al argumento de las condiciones económicas para justificarla. Por ello debe evitarse a toda costa que se utilicen este tipo de políticas para engañar a la gente. Y no sólo por las consecuencias económicas sino también por las implicaciones políticas. “Así como la política de moneda sana de los defensores del patrón oro iba de la mano con el liberalismo, el libre comercio, el capitalismo y la paz, así también el inflacionismo es

parte integrante del imperialismo, el militarismo, el proteccionismo, el estatismo y el socialismo.”¹⁹ (Mises, 1978b, p.43)

Las consecuencias de seguir esta política iban más allá de generar crisis periódicas y pérdida de valor. “En un orden social que está completamente basado en el uso del dinero y en el que toda la contabilidad se realiza en términos de dinero, la destrucción del sistema monetario significa nada menos que la destrucción de la base de todo el intercambio.”²⁰ (Mises, 1934, p.202) El sistema monetario adquiere una posición tan importante que cualquier cosa que lo ponga en riesgo puede poner en peligro al funcionamiento del mercado en conjunto.

La solución para evitar que algo así suceda es oponerse a la política inflacionista que es la causa de la depreciación según Mises. Aquí vemos que en realidad el dinero no es tan irrelevante como en la teoría había afirmado el autor austríaco. El dinero se ha convertido en la base para los intercambios por lo que su desaparición generaría grandes problemas para la continuación del sistema económico. También se observa que esta independencia que se deduce de las afirmaciones de Mises entre producción e intercambio no es completamente cierta. Si hay problemas para llevar a cabo el intercambio el estímulo para continuar con la producción desaparece, para que producir algo que no se va a poder vender. Por tanto, aunque es cierto que la producción puede llevarse a cabo sin dinero, al menos en términos estrictamente teóricos, en estos mismos términos la destrucción del dinero tiene efectos negativos sobre la producción.

Con el fin de evitar este tipo de problemas el nuevo sistema internacional que debía construirse en la posguerra debía estar basado en el oro. El patrón permitía que el valor del dinero dependiera de la rentabilidad de la producción de oro, lo que evitaría que sufriera de cambios repentinos y violentos provenientes del lado monetario. El incremento o la disminución de la cantidad de metal sería entonces independiente de la acción humana deliberada. “La dependencia del valor del dinero en la producción de oro significa por lo

¹⁹ “Just as the sound monetary policy of gold standard advocates went hand in hand with liberalism, free trade, capitalism and peace, so is inflationism part and parcel of imperialism, militarism, protectionism, statism and socialism.”

²⁰ “In a social order that is entirely founded on the use of money and in which all accounting is done in terms of money, the destruction of the monetary system means nothing less than the destruction of the basis of all exchange.”

menos su independencia respecto a la política del momento.”²¹ (Mises, 1934, p.17) El objetivo es evitar de alguna manera la intervención constante del Estado.

El nuevo patrón debía ser un patrón oro igual al que se utilizaba a finales del siglo XIX. La posibilidad que Mises había dejado abierta para la instauración del patrón oro divisa en 1923 se había cerrado ya para 1924, año de publicación de la segunda edición de *La teoría del dinero y el crédito*. En esta obra Mises asegura que este patrón intermedio no elimina la influencia de los gobiernos sobre las fluctuaciones en el valor de la moneda. Al contrario, considera que una vez aplicado el patrón oro divisa surgirá la cuestión de si no será mejor un patrón de dinero crédito donde las fluctuaciones podrían ser más susceptibles de control que las del oro. El gobierno pensaría que puede manejar mejor un patrón cuyo valor no se encuentre determinado por una mercancía que aún mantendría cierta independencia en sus fluctuaciones respecto a la política monetaria. Por tanto el objetivo principal de establecer un patrón oro sería dejado de lado.

Además no se obtendrían los posibles beneficios que se obtienen por la utilización del patrón oro divisa. (Mises, 1978a) El patrón oro divisa permite que ese oro que en un patrón puro se utilizaría para la circulación sea utilizado para otros fines, ya sea industriales o comerciales. Pero estos beneficios desaparecerían si todos los países siguieran el patrón, ya que según Mises, la distribución del oro en todo el mundo no cambiaría. Un país no podría importar con ese oro que salió de la circulación porque el país que vende estaría buscando hacer lo mismo, expulsar oro. Por tanto la demanda de oro caería junto con el poder de compra del metal. Los precios en oro aumentarían, generando los desacodos que las variaciones en el valor de la unidad monetaria traen normalmente.

De ahí que la única alternativa viable en la concepción de Mises es el regreso a un patrón oro clásico donde el metal precioso no funcione sólo como reserva sino que también circule como moneda. La política monetaria tendrá más restricciones para actuar y por lo menos el valor de una parte del dinero se encontrará determinado por el precio internacional del oro, el cual sí puede ser afectado por algunos países, pero debido a que responde a las fluctuaciones del mercado internacional la influencia sería mucho menor que si se tuviera sólo un patrón de dinero crédito.

²¹ “Dependence of the value of money on the production of gold does at least mean its Independence of the politics of the hour.”

No obstante, a pesar de que el patrón oro limita la aplicación de políticas desestabilizadoras, Mises deja abierta la posibilidad de la “manipulación” de la unidad monetaria dentro del patrón oro. Incluso afirma que la diferencia entre el patrón puro, el patrón divisa y lo que llama el patrón flexible, basado en dinero crédito, es el grado en que los sustitutos del dinero se utilizan. En lo que se refiere a su manipulación por medidas de política no hay diferencia. (Mises, 1978a, p.69) La política monetaria puede decidir por principio rechazar el patrón puro, además de que puede modificar la demanda de oro mediante ciertas medidas de política como cambios en los requerimientos legales de reservas de los bancos.

Pero ello debe evitarse a toda costa. Así como se debe limitar la intervención del Estado en lo referente a los temas monetarios, también se debe hacer en la política bancaria, según Mises. El actuar de los bancos tiene un papel desestabilizante en el valor de la moneda y en el sistema económico en general, pero los gobiernos fueron los culpables de los problemas bancarios durante la postguerra. La decisión de los gobiernos, al comenzar la Primera Guerra Mundial, de abandonar el patrón oro permitió a los bancos mantener altos niveles de emisión sin la necesidad de preocuparse por el nivel de reservas. Cuando el patrón oro funcionaba los bancos se veían restringidos a incrementar sus emisiones por la necesidad de redimir los billetes en oro. Esta necesidad desaparece y el único límite que tenían desaparece. El patrón oro permite entonces no sólo limitar las acciones del gobierno sino también evita la tendencia de la emisión de los bancos a generar ciclos económicos. Una vez que se retira esa restricción de los bancos, no hay nada que pueda limitar su emisión.

Los bancos deben dejarse funcionar libremente. Y esto es afirmado por Mises en el sentido más amplio del término. Los billetes bancarios no deben de ser de curso legal y además no debe existir ningún monopolio bancario ni ningún control de las instituciones de emisión por parte del Estado. El libre mercado garantizará que los bancos en su mayoría mantengan la emisión en los niveles necesarios. Cualquier intento de incrementarla puede generar una corrida contra el banco y su posterior quiebra. Por ello, si se opera en un sistema de patrón oro los bancos están restringidos por la convertibilidad de los billetes, y la intervención estatal es innecesaria.

Esta propuesta se encuentra en contraposición con lo planteado por Hawtrey. En ella el banco central debe realizar esta función estudiando el comportamiento de un índice de precios que le permita determinar el mejor momento para actuar. Según Mises esta propuesta parte de la suposición falsa de que existe algo así como un poder de compra estable. Y ello a raíz de una herencia de la teoría objetiva del valor. Si se parte de una teoría subjetiva del valor no se puede afirmar que pueda existir algo así como una medida de valor estable. Además, según Mises la utilización de números índice que propone Hawtrey supone la aceptación de un presupuesto de la teoría cuantitativa del dinero clásica que dice que cambios en la cantidad de dinero generan movimientos proporcionales en todos los precios. Como ya vimos en la teoría de Mises los cambios no son proporcionales, unos precios varían más que otros de acuerdo a las modificaciones en las percepciones subjetivas de los individuos. En una economía de mercado no puede existir la estabilidad del poder de compra de la unidad monetaria. (Mises, 1978a)

Capítulo 5. John Maynard Keynes

Keynes es probablemente uno de los economistas más reconocidos en la historia de la disciplina, y uno de los más importantes del siglo XX. Sus ideas dieron pie a muchos debates que terminarían definiendo el destino del sistema económico internacional durante buena parte del siglo pasado. Aún actualmente se sigue recurriendo a sus propuestas para criticar o apoyar ciertas medidas de política económica.

Keynes fue un actor prolífico. Entre sus obras más importantes se mencionan *Las Consecuencias Económicas de la Paz* de 1920, el *Tratado del Dinero* de 1930, y la *Teoría General sobre el Empleo, el Interés y el Dinero* de 1936. La primera tuvo un gran impacto coyuntural y colocó a Keynes como una figura importante dentro del contexto político europeo. Fueron las últimas dos las que lo consolidaron como un gran teórico dentro de la disciplina económica, y a pesar de que la *Teoría General* es la más reconocida, aún existe debate respecto a si es el *Tratado* la obra más importante y revolucionaria en lo que se refiere al desarrollo teórico.

El resto de la obra de Keynes ha sido menos estudiada en comparación, y aunque no existe duda de la trascendencia de los trabajos mencionados, existen otros escritos que tal vez podrían considerarse menores, pero que en su momento tuvieron un gran impacto y que funcionarían como fundamento para la consolidación de la teoría keynesiana. El objetivo de este capítulo es analizar los trabajos de Keynes escritos durante el período que va de 1919 a 1929, a la luz de las ideas propuestas por los autores estudiados en los dos capítulos anteriores. Una característica del trabajo de Keynes durante esta época, es que la mayoría de sus ideas se publicaban bajo la forma de artículos en periódicos o revistas especializadas; con excepción del *Tratado sobre Probabilidad* de 1922 no existe una obra de gran tamaño preparada como tal. Los libros que se publicaron bajo su autoría durante estos años son meras recopilaciones de artículos y comentarios que ya habían visto la luz anteriormente.

El trabajo central que guía la discusión en este capítulo es el *Breve Tratado sobre la Reforma Monetaria*, publicado en 1923, que recopilaba una serie de artículos ya divulgados durante 1922. Al igual que en el resto de este trabajo el enfoque se da sobre los temas

monetarios, y más específicamente sobre los que tratan el tema desde una perspectiva teórica. Esto deja de lado algunos escritos muy interesantes pero que más bien se encargan de discutir otros temas como la posibilidad de pago de las reparaciones en Alemania, o la situación de la balanza comercial en Gran Bretaña y Estados Unidos.

Para llevar a cabo el análisis de los escritos de Keynes se procede en primer lugar a discutir la cuestión de la definición del dinero y su valor. Como se verá, para Keynes el Estado juega un papel fundamental en este proceso. En la segunda sección se discutirá lo que él llamó la disyuntiva de la política monetaria, donde se analizan las consecuencias sociales de cada una de las opciones de política que tenían los gobiernos de Europa durante la primera mitad de la década de 1920. Una vez hecho esto se procede a discutir la propuesta de Keynes para la conformación de un nuevo sistema monetario que era necesario ante los grandes cambios que habían ocurrido a raíz de la guerra. Finalmente se discute de manera breve la fuerte crítica que hace Keynes a la manera en que Gran Bretaña manejó su política monetaria con el fin de apreciar la libra y poder reincorporarse al patrón oro.

5.1 El Estado y el valor del dinero

Keynes fue uno de los principales críticos del proceso de ajuste realizado por la libra, y por las monedas europeas en general, para regresar al patrón oro. En su obra *Tratado sobre la Reforma Monetaria* publicada en 1923, se reúnen una serie de artículos que tratan sobre esta cuestión y que habían sido publicados en 1922. La aproximación al problema es teórica y comienza a construir lo que después sería la teoría keynesiana del dinero.

Todo el análisis realizado en esta obra parte de la siguiente definición de lo que es el dinero. “[...] el dinero es simplemente aquello que de cuando en cuando el Estado declara que sirve como un buen recurso legal para cumplir con contratos monetarios.” (Keynes, 1992, p.31). El dinero es únicamente un instrumento para cumplir con los contratos, un medio de pago fijado por el Estado. En la misma frase utilizada por Keynes se deja ver cierta arbitrariedad en la decisión del Estado. El dinero podría ser prácticamente cualquier cosa siempre y cuando el Estado declare que es un recurso legal adecuado para cumplir con los contratos monetarios. Esta especie de desmitificación del dinero es fundamental en un momento en que se está discutiendo el regreso al oro, eso que hace que el dinero valga.

El dinero es simplemente aquello que el Estado dice que es dinero. Si el Estado no ha indicado que eso es dinero, simplemente no lo es, a pesar de que pueda funcionar como medio de intercambio, o como reserva de valor o como cualquier otra característica que se atribuye teóricamente al dinero. No obstante, esta definición no nos dice nada sobre su origen, ya sea lógico o histórico. Podría parecer que la definición de Keynes implica un acercamiento con la teoría chartalista de Knapp, sin embargo esta sola definición no nos deja ninguna pista sobre el origen del dinero. Podría ser que para Keynes el dinero surge como consecuencia del desarrollo del intercambio como en Mises, o puede ser que surja con el Estado como afirma Knapp. Ninguna de las dos posibilidades excluye que para el momento en que Keynes escribe, el dinero sea aquello que el Estado declara como apto para saldar los contratos monetarios.

El análisis de Keynes sobre el valor del dinero se basa fundamentalmente en la teoría cuantitativa, la cual considera como incuestionable, al menos en lo que se refiere a su correspondencia con los hechos. (Keynes, 1923, p.74) Según esta teoría, nos dice Keynes, la utilidad del dinero procede de su valor de cambio, de la utilidad de los bienes por los que se puede intercambiar. Por ello cuando las personas tienen más dinero del que desean lo invierten, o compran bienes de consumo, lo ahorran o lo atesoran. El monto de billetes que las personas desean mantener dependerá de su riqueza y de sus hábitos, donde los hábitos varían con más facilidad que la riqueza en la visión de Keynes.

Hasta aquí la concepción de Keynes sobre la determinación del valor del dinero y de su demanda no difiere en mucho de la que presenta Mises. Al igual que en el autor austríaco el dinero tiene esa característica única de derivar su valor de uso de su valor de cambio, al contrario del resto de las mercancías. Por tanto el dinero es valioso porque tiene la capacidad de intercambiarse por otras mercancías, y será más valioso entre más valiosas sean esas mercancías por las que se intercambia.

Para medir el monto de poder de compra que los individuos desean mantener como billetes Keynes introduce la categoría de “unidad de consumo” la cual se define como “[...] los tipos y cantidades de artículos que se combinan con el propósito de un número índice del

costo de vida.”¹ (Keynes, 1923, p.76) Una unidad de consumo estaría entonces conformada por todos los artículos básicos necesarios para subsistir. Las personas buscarán entonces tener un monto de dinero cuyo poder de compra sea equivalente a k unidades de consumo. El precio de cada unidad de consumo será igual a p y la cantidad de billetes en circulación, junto con otras formas de efectivo, estará representada por n . Por tanto $n=pk$, la cantidad de billetes en circulación será igual al precio de una unidad de consumo multiplicado por k unidades de consumo.

Esta es la reformulación de Keynes de la teoría cuantitativa del dinero. Si k se mantiene constante, la cantidad de billetes en circulación y el precio de la unidad de consumo suben y bajan en la misma proporción para que la igualdad se pueda mantener.

Con la inclusión del sistema bancario y otros instrumentos que sustituyen al efectivo Keynes complica un poco más su ecuación original. Se introducen dos términos nuevos, k' que simboliza la cantidad de unidades de consumo cuyo equivalente en efectivo las personas desean mantener disponible en los bancos, y r que es la proporción de los pasivos potenciales de los bancos con el público, k' , que estos últimos mantienen en efectivo. Así el total de efectivo existente en la economía es igual a $k+rk'$, y la ecuación original se reformula de la siguiente manera, $n=p(k+rk')$.

Según Keynes la proporción entre las k 's depende de la manera en que el público utiliza los bancos, el valor absoluto de la suma de ambas dependerá de los hábitos de las personas y de su riqueza, y r de las prácticas que tengan los bancos en lo referente al nivel de reservas que mantienen contra sus pasivos.

El monto total de la suma de las k 's se determina en el punto en que las ventajas estimadas de mantener más dinero a la mano se igualan con las que se obtienen de gastarlo o invertirlo, según Keynes. Se encuentra un punto de equilibrio entre la utilidad que se obtiene de la capacidad de utilizar el efectivo de la manera inmediata y la utilidad que se está perdiendo al no invertirlo o gastarlo. Hay un costo de oportunidad que es el que determina el monto de efectivo que las personas desean mantener. Si la utilidad generada

¹ “[...] the kinds and quantities of articles which are combined for the purpose of a cost-of-living index number.”

por consumir un bien más aumenta, el monto de efectivo que mantienen las personas caerá hasta que se alcance un nuevo punto de equilibrio.

La gran diferencia que Keynes identifica entre su análisis y muchos análisis tradicionales de la teoría cuantitativa, es que los segundos consideran que no existe relación entre la cantidad de efectivo en circulación con la proporción de reservas de los bancos ni con la cantidad de efectivo que las personas desean mantener ya sea directamente o indirectamente a través de los bancos. Cambios en n no afectan a k , k' , o r , ni cambios en k , k' , o r , afectan a n . Por tanto el único efecto ocurre sobre el nivel de precios.

En una interpretación más sencilla de la teoría cuantitativa diríamos que lo que Keynes está afirmando es que las concepciones tradicionales consideran que cambios en la oferta de dinero no generan modificaciones en la velocidad de circulación del dinero, ni viceversa, por lo que cuando cambia la oferta de dinero lo único que se modifica es el nivel de precios.

Esto podría ser cierto en el largo plazo según Keynes. “*En el largo plazo todos estaremos muertos. Los economistas se establecen a sí mismos una tarea muy fácil y muy inútil si durante temporadas tempestuosas sólo nos pueden decir que cuando la tormenta ya ha pasado el océano está calmo nuevamente.*”² (Keynes, 1923, p.80)

En la realidad según Keynes, pequeños cambios en n pueden ser contrarrestados por ajustes en el resto de las variables, como por ejemplo un incremento de la proporción de efectivo que las personas atesoran cuando sus ingresos monetarios aumentan, lo que contrarresta el efecto sobre los precios. Pero cuando los cambios en n son muy grandes el efecto sobre los precios es más que proporcional como en los episodios inflacionarios donde las personas esperan que los precios sigan aumentando por lo que la cantidad de efectivo que deciden mantener cae con cada incremento en la cantidad de dinero en circulación. Por tanto, en general no se puede hablar de que los cambios en n generan cambios proporcionales en p .

La conclusión de Keynes de este análisis es que en realidad el nivel de precios se puede entender con base en tres variables fundamentales, dos de las cuales están en control directo de las autoridades monetarias, n y r , mientras que la tercera $k+k'$ depende de otros factores.

² “*In the long run we are all dead. Economists set themselves too easy, too useless a task if in tempestuous seasons they can only tell us that when the storm is long past the ocean is flat again.*”

Por tanto, si lo que se quiere es mantener un nivel de precios estable, se pueden utilizar las dos primeras para estabilizar a la tercera, o simplemente para contrarrestar el efecto que sus modificaciones pudieran tener sobre el nivel de precios.

Por ejemplo una tasa de interés menor puede contrarrestar una tendencia ascendente de k' . Keynes afirma que cuando es más fácil conseguir financiamiento los beneficios que podrían obtenerse de mantener el dinero en efectivo se reducen. Las personas están más dispuestas a gastarlo porque saben que si en cualquier momento necesitan más, lo podrán obtener fácilmente del sistema bancario. Además la tasa de interés más baja hace que r también caiga ya que se estimula la solicitud de préstamos a los bancos por lo que la proporción de reservas tenderá a bajar si se quiere responder a esta demanda extraordinaria de financiamiento.

Keynes considera necesario que el banco central se asegure de tener el control de ambas variables, y si no lo tienen, de aplicar todas las medidas necesarias para lograrlo, ya que “las fluctuaciones cíclicas se caracterizan, no principalmente por cambios en n o r , sino por cambios en k y k' .”³ (Keynes, 1923, p.86) A diferencia de Mises, Keynes considera que el llamado ciclo económico, o ciclo de los negocios, es consecuencia de las fluctuaciones en los hábitos de las personas que dependen de sus percepciones y expectativas. Y además estas fluctuaciones pueden ser muy rápidas y violentas por lo que la política debe tener una actitud reactiva ante ellas.

No fueron las modificaciones en los instrumentos de la política económica los que generaron los procesos de inflación y deflación que habían venido enfrentando los distintos países de Europa, sino que fue la falta de utilización de estas herramientas las que impidieron la estabilidad del nivel de precios.

Por estas razones debían de ocurrir cambios importantes en el trazado de los sistemas monetarios en la opinión de Keynes, muchos de los cuales ya habían ocurrido sin que los gobiernos lo hubieran buscado. Una política inflacionaria provoca que n se mantenga fuera de control, mientras que el patrón oro genera que esa misma variable dependa de la demanda y oferta de oro a nivel internacional por lo que la capacidad de la autoridad

³ “Cyclical fluctuations are characterized, not primarily by changes in n or r , but by changes in k or k' ”

monetaria de influir sobre ella se ve bastante limitada. Asimismo, si hay un banco central débil o inexistente r será determinada libremente por un sistema bancario descoordinado.

Ya en lo referente a la utilización de estos instrumentos para fines distintos a la estabilización del nivel de precios, el valor del dinero puede variar por dos motivos, ambos independientes del mercado según Keynes. El primero es la emisión de billetes por parte del Estado con el mero objetivo de financiarse, y el segundo es el peso político de la clase deudora que se beneficia ante la caída del valor del dinero. El Estado puede beneficiarse también de ello si se encuentra en una posición deudora. En este sentido tanto el Estado como la clase deudora comparten intereses. Cuando el Estado emite dinero para financiarse, el valor del dinero cae beneficiando a la clase deudora y a sí mismo si se encuentra en una posición de deudor neto.

Los perjudicados por el cambio en el valor del dinero son los integrantes de la clase inversionista que ven como su posición de acreedor se ve seriamente perjudicada ante la caída en el peso de las deudas en términos reales por los procesos inflacionarios. Después de la guerra, la política llevada a cabo por los países europeos perjudicó principalmente a esta clase.

En lo referente a las distintas clases sociales los efectos de la inflación también son diferenciados. Tanto los empresarios como los trabajadores se benefician de un proceso inflacionario. Los primeros por las ganancias extraordinarias que obtienen al comprar sus insumos a un precio y vender tiempo después, cuando los precios se han incrementado. Además se benefician de la caída en el peso de las deudas. Por su parte, los trabajadores obtuvieron ganancias sustanciales en sus niveles de vida en la posguerra debido al incremento de salarios logrado gracias a su capacidad de organización. En realidad los trabajadores se vieron más afectados en la posguerra por el desempleo que por la caída en los salarios reales en la visión de Keynes.

La única manera en la que Keynes considera que los empresarios se pueden perjudicar por el proceso inflacionario es por la pérdida en su reputación. El empresario comenzará a ser visto como especulador por la sociedad al obtener una ganancia extra sin realizar ningún esfuerzo adicional. “Transformar al empresario en un especulador es asestar un golpe al

capitalismo, porque destruye el equilibrio psicológico que permite la perpetuación de recompensas desiguales.” (Keynes, 1992, p.49)

Las variaciones en el valor del dinero implican un juego político. Las decisiones que tome el Estado responderán al peso político de cada una de las clases. Si el peso de las clases deudoras, empresarios y trabajadores, es mayor se generará un proceso inflacionario, pero si es mayor el de la clase inversionista entonces se aplicarán políticas deflacionarias. Keynes está introduciendo el factor político en la explicación de los movimientos en el valor del dinero.

Los efectos tanto de la inflación como de la deflación sobre la producción son vistos por Keynes a través de las expectativas de los empresarios. Si se espera que los precios comiencen a bajar no habrá expectativas de ganancia por lo que el proceso productivo se paralizará. Por otra parte, si hay expectativas inflacionarias la producción se estimula ante la idea de obtener mayores ganancias por precios mayores. La ganancia real esperada es el factor clave en este juego. Los efectos del cambio del valor del dinero sobre ella es lo que determina el efecto sobre la producción.

Considerando esto último y los efectos sobre las clases Keynes llega a la conclusión de que “[...] la inflación es injusta y la deflación inconveniente [...] parece que de las dos la deflación es peor, y ello porque en un mundo empobrecido es peor provocar desempleo que empobrecer al rentista.” (Keynes, 1992, p.61). Esta afirmación está fuertemente influenciada por el momento en que se escribió el texto y las ideas defendidas por Keynes. Para él el principal problema de la posguerra, al menos en Gran Bretaña, eran los altos niveles de desempleo. Por ello es necesario sacrificar los intereses de la clase inversionista para beneficiar al resto de las clases.

A pesar de ello Keynes es un fuerte crítico del impuesto inflacionario, el cual es parte de la explicación del proceso hiperinflacionario en Alemania, aunque también jugaron otros factores. Este impuesto se obtiene de la emisión de billetes y es igual a la diferencia entre lo que valían los billetes en circulación antes de la nueva emisión y lo que valen esos mismos billetes después de la emisión. Esta especie de impuesto es visto por Keynes como regresivo ya que se aplica a todos aquellos que tienen billetes, es decir a toda la sociedad, en la misma proporción. Como consecuencia la riqueza de toda la sociedad cae pero el

Estado puede seguir recurriendo a esta clase de impuesto a menos que cambien los hábitos de las personas respecto a la utilización del dinero. Es decir, dejen de utilizar ese dinero cuya utilización está generando una pérdida de riqueza en términos reales.

Cuando el Estado enfrenta obligaciones de pago la mejor opción para Keynes sería aplicar impuestos al capital, ya que es muchos más justo que el impuesto inflacionario. Una vez más se estaría “sacrificando” a los inversionistas.

5.2 La disyuntiva de la política monetaria

Con estas bases teóricas Keynes pasa a considerar los retos de política monetaria que enfrentaban las autoridades monetarias en el momento en que estaba escribiendo, unos años antes del regreso de Gran Bretaña al patrón oro. La primera opción que Keynes veía en el *Tratado sobre la Reforma Monetaria* era entre devaluación y deflación; la segunda era entre la estabilidad interna de precios o la estabilidad de cambios y la tercera era si se debía regresar al patrón oro o no. (Keynes, 1992)

Ante estas tres disyuntivas Keynes responde tomando como principio de decisión la posibilidad de alcanzar cada uno de los objetivos así como el beneficio que acarrear. Basando el análisis en un argumento del tipo “más es mejor” Keynes prefiere aquellos objetivos que traen beneficios para un mayor número de personas. Adelantando la conclusión, Keynes priorizará el mercado interno y la regulación de la moneda.

La primera decisión consistía en determinar si la libra debía regresar al patrón oro a la paridad de preguerra. Si se hacía de esta manera se necesitaba una política deflacionaria para apreciar la moneda británica; si no, se debía aceptar el regreso al patrón con una moneda devaluada. La deflación implicaba una redistribución de la riqueza a favor de los acreedores; podía generar recesiones dado que incrementa el peso de las deudas y paraliza la actividad económica; y además no era posible llevarla a cabo en ese momento, debido a que el costo para los contribuyentes hubiera sido demasiado alto.

A pesar de ello la deflación era defendida en los círculos oficiales y considerada como necesaria. Los argumentos para defender la deflación eran fundamentalmente tres según Keynes. El primero era que se tenía que regresar algo al rentista dado que había sido

perjudicado por los procesos inflacionarios. El segundo era el prestigio financiero que acarrea el regreso a la paridad de preguerra. En Gran Bretaña se creía que alcanzado este objetivo se restablecería un poco de la posición hegemónica perdida ante los Estados Unidos. Hawtrey sería uno de los defensores de esta ganancia política generada por el regreso probable de la posición preponderante de la libra en los mercados internacionales. Finalmente se argumentaba que los costos de producción se reducirían, gracias a la caída en los precios.

Keynes desecha de entrada el segundo argumento dado que considera que la paridad a la que la libra se incorpore nuevamente al patrón oro es irrelevante para determinar si Gran Bretaña regresaría a asumir la posición central que había tenido antes en los mercados internacionales. Nos enfocaremos entonces al primer y al tercer argumento.

Después de todos los años que ya habían pasado desde el inicio de la guerra los inversionistas ya se habían ajustado a las nuevas condiciones y si se regresaba a la vieja paridad en realidad el valor de los títulos crecería a costa del resto de las personas, según Keynes. “[...] para hacer justicia a una minoría de acreedores, habría que hacer una gran injusticia a una mayoría de deudores.” (Keynes, 1992, p. 165). Una vez más se utiliza el argumento del mayor beneficio para el mayor número de personas y siempre en contra del privilegio para las clases acreedoras.

Para desechar el tercer argumento Keynes considera que los costos o precios relativos no se modificarían ante los cambios en el valor de la moneda. Tanto los salarios como los precios se modificarán en la misma proporción por lo que en realidad los costos de producción bajarían pero los precios lo harían de la misma manera dejando intacta la ganancia de los empresarios. “Por lo visto, es difícil que las personas se den cuenta de que su dinero es un mero intermediario, carente de significación por sí mismo, que fluye de una mano a otra, se recibe y se gasta y, cumplida su labor, desaparece del total de la riqueza nacional.” (Keynes, 1992, p. 168).

Keynes no comenta nada en este momento respecto a los tiempos con los que el ajuste de precios se lleva a cabo. En escritos posteriores este factor será fundamental para construir la crítica a la manera en que el gobierno británico decidió regresar al patrón oro.

Siguiendo la respuesta a la primera disyuntiva Keynes prefiere la estabilidad interna de los precios a la estabilidad de los cambios. En el primer caso los precios internos se mantendrían estables y los cambios fluctuarían libremente ante las modificaciones en el nivel de precios externo que no puede ser controlado por las autoridades monetarias locales. En el segundo caso los precios internos fluctuarían con el fin de mantener estables los cambios en la economía, en un proceso de ajuste similar al que en teoría ocurría durante el siglo XIX cuando regía el patrón oro. Obviamente los defensores del regreso al patrón preferían la estabilidad de los cambios que fue el objetivo prioritario de los vencedores de este debate.

Para Keynes la estabilidad de los cambios únicamente beneficia a aquellas personas que se encuentran participando en el comercio internacional, mientras que la inestabilidad de los precios afecta a todos. Durante el régimen del patrón oro no existían variaciones tan frecuentes en los cambios como ocurrían en 1923. (Keynes, 1992) Esto implicaba que los precios tendrían que modificarse diariamente para responder a las presiones sobre los cambios generando una enorme inestabilidad al interior de los países, lo cual era impracticable según Keynes, ya que los precios no pueden modificarse tan rápido.

Estas son las razones que utiliza Keynes (1992) para oponerse al restablecimiento del patrón oro. El patrón oro del siglo XIX se fundamentaba en dos factores según Keynes. El primero era el hecho de que la producción de oro crecía a un ritmo similar al que lo hacía la producción en general. Esto permitía, si aceptamos la teoría cuantitativa del dinero, la estabilidad en los precios y por tanto en los cambios. El segundo era la inexistencia de un país o grupo de personas capaces de regular el valor del oro. Existía un proceso de ajuste que podríamos llamar automático que impedía la inestabilidad en el valor del oro.

Ninguno de estos factores estaba presente para 1923. La producción de oro había caído enormemente y Estados Unidos se había convertido en regulador del oro debido a que poseía una gran cantidad de reservas en este metal. Precisamente este último punto es el que se intentaba contrarrestar según los defensores del regreso al patrón. Si Gran Bretaña regresaba al oro entonces podría amenazar la posición de regulador internacional de los Estados Unidos. Para Keynes, sin embargo, no había marcha atrás, e incluso calificaría a los defensores de esta posición como “tontos y ciegos”. GB era ya un deudor de EUA, en

lugar de un acreedor. Para EUA era benéfico que GB regresara al patrón, sin embargo, sus decisiones no buscarían la mejor conveniencia para el país europeo. (Keynes, 2012b, p.235)

Lo mejor era adaptarse a las nuevas condiciones en vez de intentar hacer regresar las anteriores, adaptarse al mundo en lugar de hacer que el mundo se adaptara. “En realidad el patrón oro ya es una reliquia bárbara.” (Keynes, 1992, p. 181).

En los años posteriores a la publicación de los artículos de 1922 compilados en el *Tratado* en 1923, Keynes siguió estudiando la cuestión del regreso al patrón oro. A pesar de oponerse de manera rotunda a esta política comenzó a analizar las posibles consecuencias que traería el regreso al patrón. E incluso discutió la mejor manera de lograr el regreso, de forma tal que los perjuicios generados por la inflación pudieran ser evitados o al menos reducidos. Si no estaba a discusión el regreso al patrón al menos se podría discutir la mejor manera de hacerlo. En febrero de 1925, analizando los discursos de los *chairmen* de los principales bancos de Gran Bretaña, discutiría la mejor manera de lograr la apreciación de la libra. (Keynes, 2012b)

Lo mejor que podía hacer el gobierno británico y las autoridades monetarias era esperar que el dólar se apreciara, para evitar de esta manera incurrir en la deflación. Esta posibilidad era viable ya que se consideraba que debido a las grandes entradas de oro Estados Unidos sería complicado evitar un proceso inflacionario y de expansión de la producción. Lo único que debía hacer GB, según Keynes, era tomar las medidas necesarias para no ser jalada por este boom. Lo que se necesitaba era mantener el valor de la libra estable.

Una vez que el dólar se depreciara las condiciones serían suficientes para volver a vincular el valor de la libra con el del dólar. Pero había que tomar las cosas con calma. Keynes advierte del riesgo de vincular el valor de las dos monedas en el momento de auge de la economía estadounidense, ya que una vez que se entrara a la fase descendente del ciclo la economía británica sería jalada hacia abajo por la depresión en los Estados Unidos. Por ello era necesario esperar a que el nivel de precios en EUA creciera y se estabilizara en ese nivel para poder volver a vincular la libra con la divisa americana. Una vez hecho esto se podía oficializar el regreso al patrón oro y levantar el embargo que existía sobre la exportación de oro.

Es importante resaltar un punto. En los primeros años de la década de los veinte el objetivo de Keynes es evitar la deflación. Aunque estaba en desacuerdo con el regreso al patrón oro debido a la inestabilidad que consideraba podría generar sobre el nivel de precios, en realidad su principal lucha era contra la profundización de la depresión que se produciría si se aplicaban las políticas restrictivas necesarias para revaluar la libra. No propone una política inflacionista expansiva. Sus propuestas están enfocadas a mantener el valor de la libra, no a devaluar la misma.

A pesar de realizar esta propuesta para lograr la apreciación de la libra Keynes no quita el dedo del renglón. Si se regresara al patrón oro lo que se estaría haciendo sería tener el mismo nivel de precios y de tasas de interés que los Estados Unidos. “Todo el objetivo es vincular *rígidamente* a la City y a Wall Street.”⁴ Hacer algo así sería “peligroso”, ya que los Estados Unidos eran un país en expansión que por esa misma condición sufría de fluctuaciones temporales constantemente. La economía británica ya era madura y no sería capaz de soportar un ritmo similar en la visión de Keynes.

5.3 La propuesta para la estabilización del valor de la moneda

Entonces si no se iba a regresar al patrón oro se necesitaba un nuevo sistema monetario. Keynes emprende la tarea de proponer un nuevo régimen para Gran Bretaña, de forma tal que se pudieran lograr la estabilidad de precios interna dejando de lado la estabilidad de los cambios.

Esto podía lograrse manteniendo de manera permanente una moneda administrada. “[...] las fluctuaciones del comercio y el empleo son las enfermedades más importantes de la sociedad moderna y al mismo tiempo las más manejables [...] ellas son principalmente enfermedades de nuestro sistema bancario y de crédito [...] sería más fácil aplicar los remedios si mantuviéramos el control de nuestra moneda en nuestras propias manos.”⁵ (Keynes, 2012b, p.233)

⁴ “The whole object is to link *rigidly* the City and Wall Street.”

⁵ “[...] fluctuations of trade and employment are at the same time the greatest and the most remediable of the economic diseases of modern society [...] they are mainly diseases of our credit and banking system [...] it will be easier to apply the remedies if we retain the control of our currency in our own hands.”

En el último apartado del *Tratado sobre la Reforma Monetaria* señala que los factores a considerar por las autoridades monetarias debían ser el nivel de precios, el ciclo del crédito, el volumen de la producción, el empleo, las tasas de interés, el comercio exterior, etc. Básicamente cualquier variable económica relevante para el buen funcionamiento del sistema.

El nuevo sistema de regulación del patrón de valor de la moneda debía dejar de enfocarse sólo en la observación del volumen de dinero de curso legal en circulación. Esto debido a que no era recomendable desde un punto de vista teórico concentrarse únicamente en uno de los distintos factores que jugaban en la ecuación cuantitativa del dinero. Además, era ineficiente en términos prácticos ya que para el momento en que las autoridades monetarias recibían la señal de actuar podía ser demasiado tarde. (Keynes, 1924)

Para Keynes tampoco era viable aplicar una política donde se fijara el valor de la cantidad de billetes en circulación por ley. Esta propuesta provendría de un entendimiento inadecuado de la teoría cuantitativa del dinero ya que partiría del supuesto de que los hábitos de las personas son estables, por ello si no cambia la cantidad de dinero el nivel de precios podría mantenerse. Como ya se mencionó este supuesto es completamente falso en la interpretación de Keynes. El cambio drástico en los hábitos hace que un mismo volumen de dinero en circulación tenga efectos distintos en distintos momentos. “El mismo volumen de emisión de billetes, que es violentamente deflacionario en una fase del ciclo del crédito, podría ser violentamente inflacionario en otra fase.”⁶ (Keynes, 1924, p.66)

Además existía el problema del tiempo con que los cambios en la cantidad de dinero responden a los fenómenos monetarios. Según Keynes los cambios en la circulación de dinero de curso legal son la última fase de un fenómeno inflacionario o deflacionario. Si se presenta una inflación, Keynes consideraba que para el momento en que la demanda de dinero aumentara como consecuencia del incremento en los precios, el fenómeno podría estar completamente fuera de control. El restringir la circulación de billetes podría generar una gran cantidad de quiebras ya que muchos contratos que se habían acordado considerando las condiciones de expansión del crédito, no podrían ser cumplidos. La restricción en el acceso al crédito podría hacer imposible obtener los recursos necesarios

⁶ “The same volume of note-issue, which is violently deflationary at one phase of the credit cycle, may be violently inflationary at another phase.”

para cumplir con las obligaciones contraídas. De ahí que el banco central tendría que decidir si le ponía un alto al proceso a pesar de los costos que podía tener esta decisión, o permitir que la expansión continuara.

La crítica de Keynes al viejo sistema de política monetaria, y a la propuesta de buscar aplicar medidas similares en el momento en que escribe, es entonces similar a la realizada por Hawtrey. Según ambos autores la administración de la moneda por parte de un banco central o alguna institución similar era fundamental para mantener la estabilidad en el valor de la moneda. Esto a pesar de que Hawtrey era un importante defensor del regreso al patrón oro en un nuevo sistema donde la cooperación internacional para la regulación del crédito sería la base, mientras que Keynes se oponía rotundamente al regreso al patrón.

Otra diferencia en la concepción entre ambos autores es la variable que eligen como indicador para la actuación del banco central. Hawtrey considera que en el viejo sistema lo que se tenía en cuenta era el nivel de reserva de los bancos, mientras que para Keynes el factor relevante era la cantidad de dinero en circulación. Aunque ambas variables están relacionadas no es lo mismo tomar decisiones con base en una o con base en otra. Puede ser que la cantidad de dinero en circulación crezca mucho pero eso no significa que las reservas estén cayendo, incluso pueden aumentar durante el proceso.

En el nuevo sistema que proponen ambos autores existe otra diferencia importante. Hawtrey confía mucho en la capacidad de los números índice para dar información a las autoridades monetarias, de ahí que proponga que la unión de bancos centrales que se crearía, tomaría sus decisiones con base en un número índice conformado con base en los precios a nivel internacional. El sistema de Keynes es más flexible ya que no propone una sola variable a consideración sino que habla de las condiciones económicas en general otorgando de esta manera mayor discrecionalidad al banco central para llevar a cabo sus políticas.

El nuevo contexto económico internacional surgido a raíz de la guerra hacía necesario adaptarse a las nuevas condiciones y cambiar la manera en que se había hecho política hasta ese momento. Según Keynes el oro había dejado de ser central para el funcionamiento del sistema económico y sólo era reserva de valor. Asimismo, los tipos de cambio eran totalmente flexibles, no estaban regulados en lo más mínimo.

En este contexto el volumen de precios ya no dependía de las entradas y salidas de oro sino del volumen de crédito creado por los bancos, el cual dependía del volumen de efectivo que mantenían. Keynes observa cuatro vías que modifican el volumen de efectivo. La primera es un cambio en la demanda de billetes en circulación del público, la segunda es que la Tesorería retira más o menos de su cuenta de papel moneda, la tercera es que el Banco de Inglaterra aumente o disminuya sus activos, y la cuarta es la proporción de reserva de segunda línea que los bancos mantienen en la forma de tenencias de bonos del tesoro.

La demanda de billetes en circulación por parte del público depende tanto del estado de los negocios como del nivel de precios, siendo el segundo el factor más importante para Keynes. Sin embargo los cambios en la demanda por parte del público no afectan directamente el nivel de efectivo de los bancos ya que, cuando se modifica la demanda y los bancos emiten más billetes, lo que se modifica en realidad son los activos del Banco de Inglaterra o la tenencia de bonos del tesoro por parte de los bancos. Así el efecto de cambios en la demanda es indirecto.

Cuando el Banco de Inglaterra aumenta sus activos normalmente incrementa el efectivo de los bancos ya que adquiere los activos de estas instituciones. Los bancos cuentan con mayores reservas lo que estimula la creación de créditos y empuja los precios hacia arriba. Por otra parte las tenencias de bonos del tesoro de los bancos dependen del déficit del Tesoro, por lo que, tanto el Banco de Inglaterra a través del manejo de activos, como el Tesoro a través del manejo de sus cuentas podían modificar el efectivo de los bancos, la cantidad de crédito y por tanto el nivel de precios. La cantidad de crédito es la que finalmente determinaría la cantidad de billetes y monedas en circulación, la emisión.

Sin embargo, la capacidad de las autoridades monetarias de determinar el nivel de precios se encontraba limitada por el actuar de los bancos. Los bancos podían tomar medidas para contrarrestar las políticas llevadas a cabo por las instituciones oficiales, por lo que los efectos podían demorarse o simplemente no presentarse.

La cantidad de billetes de banco y papel moneda se determinaba a su vez por la demanda generada por el monto de los créditos y por el nivel interno de precios, el cual a su vez dependía de la creación de créditos. Por ello el mecanismo para influir sobre los precios era a través de modificaciones en los créditos, no de modificaciones en las emisiones de dinero.

El objetivo primario debía ser estabilizar los precios internos en libras a través de la regulación del crédito. Una vez alcanzada la estabilidad de los precios se podría buscar la estabilidad en los cambios. Las intervenciones del Banco de Inglaterra en el mercado de oro sería el instrumento para modificar el tipo de cambio. Esta institución anunciaría semanalmente los precios a los que estuviera dispuesto a comprar y vender oro, manteniendo estable de esta manera la paridad entre el dólar y la libra de acuerdo a Keynes. El oro no sería utilizado para respaldar las emisiones de billetes y monedas, sino que sólo se usaría como reserva de valor. Las emisiones responderían a las necesidades de los negocios, utilizando la creación de crédito como indicador de las mismas.

La emisión de billetes y monedas responde entonces a la creación de crédito, sin embargo, para el Keynes que escribe el *Tratado sobre la Reforma Monetaria*, esto es así porque las autoridades deben decidirlo así. “[...] la tendencia actual –a mi juicio acertada- es la de vigilar y controlar la creación de crédito y dejar que la creación de moneda le siga y no, como antes, controlar la creación de moneda y dejar que la creación de crédito siga sus pasos.” (Keynes, 1992, p.190) Es posible controlar la creación de moneda y de esta manera influir sobre la creación de crédito. En el momento en que Keynes escribe esto ha dejado de ser recomendable. Es una decisión de política que Keynes propone se debe de tomar, proceder a controlar la creación de crédito. Pero dejando claro que el sistema bancario puede sabotear los intentos de control de la creación de crédito ya que la decisión de expandir o reducir el crédito cae finalmente en sus manos.

Por estas razones Keynes propone, no sólo el regreso al patrón a la paridad existente en ese momento entre la libra y el oro, sino el abandono completo del patrón oro para Gran Bretaña. Mantiene una posición radical dentro del debate ocurrido a principios de la década de los veinte del siglo pasado. La estabilidad de precios podía alcanzarse sin necesidad de regresar al oro, la intervención directa de las autoridades monetarias para tener una moneda regulada sería la mejor solución ya que no acarrearía los sacrificios que implicaba el proceso de ajuste de los tipos de cambio.

5.4 La crítica al nuevo patrón oro

La lucha política que Keynes entablaría en contra del patrón durante los primeros seis años de la posguerra sería infructuosa ya que en 1925 Gran Bretaña haría oficial el regreso al patrón oro, con la diferencia de que esta vez el metal funcionaba como reserva y dejaba de circular como dinero. Así como había sido un fuerte crítico de la política cuando se estaba discutiendo, Keynes se mantendría como un fuerte crítico de la misma una vez realizada.

La principal crítica de Keynes al patrón después de 1925 fue que la apreciación de la libra se logró a costa del empleo y los salarios de los trabajadores. *The Economic Consequences of Mr. Churchill* de 1925 sería una obra clave en este sentido. (Keynes, 2012a) Para empezar Keynes considera que la apreciación de la libra que ocurrió unos meses antes de oficializar el regreso al patrón se dio como consecuencia de la especulación generada por la expectativa de ese mismo hecho, no por un mejoramiento real en el valor de la moneda.

Por esta razón la apreciación generó un desequilibrio en la economía británica. La caída en los precios no ocurre de manera inmediata. Para Keynes, al igual que para Mises, el proceso de ajuste de los precios es paulatino. Esto afecta negativamente a unos sectores, mientras que otros se ven beneficiados. “Aquellos que son atacados primero se enfrentan con una depresión de su estándar de vida, ya que el costo de vida no caerá hasta que todos los demás hayan sido atacados también de manera exitosa [...]”⁷ (Keynes, 2012a, p.247)

Una vez que la libra se hubo apreciado era necesaria una caída en los precios para sostener el nuevo valor de la moneda. Esto se podía lograr reduciendo los salarios monetarios. El argumento para defender esta postura era que los precios eventualmente caerían por lo que en términos reales no habría pérdida para los trabajadores. Sin embargo, según Keynes, nada garantizaba que ello ocurriera así. Además, mientras ocurría el ajuste los trabajadores cuyo salario era reducido en primer lugar sufrirían un período de pérdidas en su poder adquisitivo, y por tanto en su bienestar.

Por tanto Keynes consideraba que la caída en los salarios reales hubiera podido evitarse si el regreso al patrón se hubiera hecho con la libra devaluada o si hubiera esperado hasta que

⁷ “Those who are attacked first are faced with a depression of their standard of life, because the cost of living will not fall until all the others have been successfully attacked too [...]”

se diera el ajuste en los tipos de cambio como consecuencia de lo que estaba ocurriendo en Estados Unidos.

El proceso de ajuste que iba del tipo de cambio hacia los precios y los salarios monetarios ocurría a través del sistema bancario. Cuando aumenta el tipo de cambio los precios en las libras tanto de las exportaciones como de las importaciones caen. Aumentan las segundas mientras que las primeras se reducen generando un desajuste en la balanza comercial. Si no existiera intervención alguna del Banco de Inglaterra lo que ocurriría sería una salida de oro del país con el fin de pagar la balanza adversa, lo que bajo la concepción clásica del patrón oro desencadenaría una caída en los precios que ajustaría la balanza de pagos. Pero en el contexto que analiza Keynes el Banco de Inglaterra no estaba dispuesto a permitir la salida de oro.

Entonces la opción del banco central era mantener una tasa de interés alta. El desequilibrio en la balanza comercial sería compensado por una entrada de capitales, ya que el rendimiento que se obtenía en la City era mayor que el que se obtenía en Wall Street. Esta tasa debía mantenerse alta para evitar que los capitales de corto plazo que ya habían entrado, salieran.

Por tanto la política que se seguía era encarecer el dinero y contraer el crédito. Los medios financieros a disposición de los empleadores para contratar trabajo al nivel existente de precios y salarios cae. El desempleo se intensifica hasta el punto en que los trabajadores tienen que aceptar una caída en los salarios monetarios. La decisión del gobierno ha forzado un proceso de ajuste en la economía que finalmente tiene como grandes perdedores a los trabajadores, o al menos a un sector de ellos. “El Banco de Inglaterra está *obligado* a restringir el crédito por todas las reglas del juego del patrón oro. Está actuando concienzuda y ‘razonablemente’ al hacerlo.”⁸ (Keynes, 2012a, p.259)

En esta explicación Keynes se opone directamente a la teoría de Mises, según quién un desequilibrio en la balanza comercial ocurre siempre como consecuencia de las variaciones en los precios. No puede presentarse una apreciación del tipo de cambio si no ha habido antes un ajuste en los precios. Por ello ni la explicación basada en los movimientos del

⁸ “The Bank of England is *compelled* to curtail credit by all the rules of the gold standard game. It is acting conscientiously and ‘soundly’ in doing so.”

dinero, ni la basada en la política de reacción del Banco de Inglaterra son suficientes para justificar un fenómeno donde la caída en los precios ocurre como consecuencia de una apreciación del tipo de cambio. El tipo de cambio es consecuencia del nivel de precios, por lo que si se sigue la idea de Mises la caída en los precios ya había ocurrido antes de que se oficializara el regreso al patrón.

Conclusiones

En este trabajo se ha planteado un panorama de la situación monetaria en Europa en la década de 1920. También se han mostrado algunas de los desarrollos teóricos más importantes de ese período. El panorama dista mucho de ser general o intensivo. Más bien se ha optado por estudiar ciertos momentos e ideas específicas que tendrían gran importancia sobre los acontecimientos que ocurrirían en los siguientes años.

Más allá de realizar una historia monetaria de Europa entre 1919-1929 se han elegido dos fenómenos delimitados a dos países específicos. Sin embargo a mi juicio ambos fenómenos permiten crear una idea respecto a las tendencias generales de los fenómenos monetarios. La cuestión de la inflación y la de la deflación fueron temas recurrentes durante el período entreguerras. La hiperinflación no fue exclusiva de Alemania, algunos otros países como Austria, Hungría y Rusia sufrieron procesos similares. En países como Francia, Bélgica e Italia se presentaron altos niveles de inflación aunque nunca se presentaron los niveles de emergencia de los otros países.

Por su parte, además de Gran Bretaña algunos otros países europeos, principalmente los nórdicos, pasaron por un proceso deflacionario con el fin de apreciar el valor de sus monedas. La característica común a los países europeos es que a pesar de que siguieron caminos distintos el resultado fue finalmente el mismo. Eventualmente hubo un regreso generalizado al patrón oro.

El objetivo del trabajo era entender las influencias de estos fenómenos sobre el desarrollo teórico en la época. Se sostiene que la construcción de la teoría no se da en abstracto, sino que las ideas presentadas responden en gran medida a los acontecimientos del momento en que se está escribiendo. Además, las ideas políticas de los autores son determinantes en la interpretación de los hechos que se estudian con el fin de realizar las explicaciones teóricas.

Para confrontar esta idea se escogieron tres autores que vivieron muy de cerca los procesos estudiados. Las diferencias en los autores son notables, a pesar de que sus ideas terminarían por ser similares en muchos aspectos.

Hawtrey se graduó de Cambridge como matemático en 1907. Su posición como funcionario en el Tesoro británico le permitió acceder de primera mano a los fenómenos monetarios de la época, sin embargo sus conocimientos en la materia eran limitados por lo que se dedicó al estudio de la ciencia económica. Se convirtió en un economista autodidacta, lo que hace complicado considerarlo como parte de una escuela. A pesar de ser cercano a Keynes sus ideas diferirían en muchos sentidos de las del economista de Cambridge. Sin embargo sus obras tendrían una gran influencia sobre la materia. *Currency and Credit* llegaría a ser uno de los libros más utilizados para la enseñanza de la teoría monetaria en Inglaterra durante la década de 1920.

Mises por su parte venía de una fuerte tradición en el pensamiento económico que fue incluso uno de los pilares fundamentales de la revolución neoclásica. Alumno directo de Eugene Böhm-Bawerk aceptaría la mayoría de las ideas defendidas por la Escuela Austríaca. A pesar de que desde 1909 ocuparía una posición en la Cámara de Comercio e Industria de Viena nunca se alejó demasiado de la academia. Sería participante activo en el control de la hiperinflación en Austria. Este proceso le ayudaría a fortalecer y radicalizar sus ideas respecto a la intervención gubernamental. Fuerte crítico del socialismo consideraba que la mejor manera de organizar los sistemas sociales y económicos era con base en las ideas defendidas por el liberalismo el cual debía ser llevado a su máxima expresión.

Keynes estudió en Cambridge donde se especializó principalmente en matemáticas y filosofía. Comenzó a realizar estudios en economía y se convirtió en alumno de Alfred Marshall. Las ideas de este autor definirían en gran medida su pensamiento, al igual que el de otros economistas de la época como Arthur Pigou. Keynes ocupó algunos cargos en la administración pública antes y durante la Primera Guerra Mundial. Sin embargo, su mayor interés siempre estuvo en la academia. Fue profesor en Cambridge y editor del *Economic Journal* durante muchos años. La influencia de sus ideas sobre las decisiones de política del gobierno británico crecería con el paso de los años, sin embargo, durante el período estudiado muchas veces fue escuchado. Su crítica al Tratado de Versalles así como al regreso al patrón oro tuvo pocos efectos sobre las decisiones tomadas. A diferencia de Mises era un defensor de la intervención del Estado en la economía pero también era un fuerte crítico del socialismo a favor de las ideas liberales.

De esta manera se tienen tres autores con diferencias en sus procesos de formación académica, en la posición que ocupaban durante la construcción de su teoría, así como en la posición político-ideológica que cada uno de ellos defendía. Ello a pesar de que su formación teórica no se había hecho con base en ideas radicalmente opuestas. Se contrastan autores cuya formación se inscribe en la tradición de la escuela neoclásica, la cual era dominante en la época. Esto se afirma sin desdeñar las diferencias importantes entre el enfoque marshalliano, principal influencia en Keynes, y el enfoque austríaco, principal influencia de Mises. Las ideas de Hawtrey, a pesar de no poderse inscribir fácilmente en alguna escuela, no representarían tampoco un rompimiento radical con estas ideas, de ahí la coincidencia que tendría en muchos aspectos con Keynes. Después de todo en los tres autores hay una explicación monetaria del ciclo económico.

Sin embargo, a pesar de coincidir en la importancia que tiene el fenómeno monetario para el funcionamiento del sistema económico la concepción que se tiene del dinero como tal es muy distinta. En el autor austríaco la visión respecto al origen y naturaleza del dinero es más cercana a las ideas de la economía clásica. El dinero surge naturalmente a medida que se generaliza el intercambio indirecto. Es una mercancía como cualquier otra con la característica de tener un alto nivel de intercambiabilidad. Su característica fundamental es funcionar como medio de intercambio de la cual deriva la característica de ser medio de pago de deudas. Una deuda es sólo un intercambio diferido de bienes presentes por bienes futuros.

Además el Estado no puede determinar en ninguna circunstancia qué es lo que será utilizado como dinero. A pesar de que puede influir en esta decisión al determinar legalmente lo que puede aceptarse para el pago de las deudas, finalmente está en manos del comercio el definir lo que utilizará como medio de intercambio. Si por alguna razón no confía en el medio de pago determinado por el gobierno buscará una mejor manera de realizar sus operaciones.

El otorgarle al Estado cierta capacidad decisiva de intervención sobre una cuestión que es tan importante para el funcionamiento del mercado como el dinero iría completamente en contra de la posición ideológica de Mises. Para que el Estado pudiera tener esa capacidad se necesitaría contar con un sistema económico similar al socialismo. Implicaría una

restricción en la libertad que tienen los individuos para llevar a cabo sus asuntos económicos. Por ello no sólo no es posible desde un punto de vista teórico que el Estado defina qué es lo que se entiende como dinero, sino que tampoco es deseable desde un punto de visto moral.

Por su parte, en la visión de Keynes el dinero es aquello que el Estado define como medio para el pago de las deudas. Dos diferencias claras con la visión de Mises. La primera es que el dinero es determinado por el Estado, aunque ello no quiere decir que Keynes considere que originalmente el dinero se ha definido así. La definición propuesta por el economista de Cambridge se refiere simplemente a lo que ocurre en el momento en que está escribiendo. Por otro lado la característica que se resalta es la de ser medio de pago. Una vez que se ha definido lo que es el medio de pago ello procede a ser utilizado para funcionar como medio de intercambio.

Hawtrey se encuentra en una posición intermedia a este respecto. En su definición de dinero tanto el Estado como el mercado pueden determinar lo que se utilizará como medio de pago. Textualmente el autor británico habla de la ley y la costumbre. Deja abierta la posibilidad de que sea cualquiera de los dos el que juegue el papel determinante en la determinación de lo que se utilizará como dinero. Pero en lo que se refiere a la característica fundamental del dinero su posición se encuentra más cercana a la de Keynes. El dinero es primero medio de pago y a partir de ello se deduce su función de medio de intercambio. El intercambio es para Hawtrey una transacción de deudas con la diferencia de que la deuda se salda al momento, y no se pospone para el futuro.

La decisión de ambos autores británicos a favor del medio de pago por sobre el medio de intercambio es necesaria si se quiere justificar la intervención del Estado en la regulación del valor de la moneda. Lo único que se puede establecer legalmente es qué es lo que se aceptará para el pago de las deudas. Sin embargo, no se puede obligar legalmente a nadie a aceptar determinada mercancía o determinado documento a cambio de alguna otra mercancía. En un sistema de mercado las personas tienen la libertad de intercambiar sus mercancías por cualquier mercancía que quieran siempre y cuando haya un acuerdo de las partes. Y esa misma libertad también les permite negarse a intercambiar lo que es de su propiedad.

Esto no es igualmente cierto en lo que se refiere al pago de la deuda. Una vez que se entra en una transacción de crédito se está obligado legalmente a saldar la deuda en lo que se considera curso legal. Si no se hace de esta manera se tienen que enfrentar consecuencias jurídicas.

Por ello es necesario considerar que el dinero es el medio de pagos de las deudas para poder otorgar teóricamente al Estado la capacidad de definir lo que será el dinero. Aunque esto no implica necesariamente que el Estado tenga mayor o menor capacidad de determinar el valor de la moneda, sí justifica de alguna manera su intervención. Si es el Estado el que define lo que se utilizará como dinero entonces es más justificable que participe en la regulación del valor. Si es el mercado el que elige el dinero la actividad del Estado con el fin de regular es una interferencia en los asuntos de mercado.

Los tres autores serían críticos de la concepción tradicional de la teoría cuantitativa del dinero, sin embargo los fundamentos de la crítica serían muy distintos, e incluso opuestos. Para Keynes y para Hawtrey el problema con la interpretación tradicional de esta teoría es que se considera que la velocidad del dinero, la cual depende de los hábitos de las personas, es independiente de lo que ocurra con el nivel de precios. Los cambios en la cantidad de dinero no generan cambios proporcionales en el nivel de precios, ya que el aumento o disminución en el volumen de medios de pago en circulación modifica también la actuación de las personas. La interpretación tradicional de la ecuación cuantitativa considera que las condiciones están dadas, sin embargo, como dice Hawtrey, el fenómeno monetario cambia esas condiciones dadas de ahí que los efectos no sean los esperados.

Por su parte Mises sería crítico de esta teoría, pero también de la interpretación de los economistas británicos. La teoría cuantitativa del dinero es correcta en considerar la oferta de medios de pago independiente de la demanda. Los cambios en la oferta no tienen por qué genera cambios directos en la demanda de dinero. Sin embargo cae en el error de realizar un análisis a partir de la demanda de dinero de la comunidad en su conjunto. Olvida que los cambios en la demanda de dinero se pueden estudiar sólo a partir de las valoraciones subjetivas de los individuos, por lo que los cambios en la oferta podrían modificar las motivaciones para demanda dinero, sin embargo no se puede predecir la magnitud de los cambios ni los efectos de los mismos en la producción. Esto debido a que

cada individuo modificará su demanda e manera distinta de acuerdo con las propias valuaciones.

En este sentido Mises busca el fundamento micro en los estudios macroeconómicos, sin embargo está lejos de caer en la falacia de la composición que muchas veces se critica en la teoría neoclásica. No todos los individuos actúan de la misma manera por lo que no se puede explicar el comportamiento de la demanda de dinero en su conjunto a partir de la demanda de dinero individual. Este es uno de los límites más importantes que tiene el estudio de la teoría económica. A pesar de venir de una escuela donde se defiende la búsqueda de leyes generales en el funcionamiento de la economía, estas mismas leyes generales limitan la predicción. La teoría subjetiva del valor implica que no se puede predecir el comportamiento de los individuos ya que las valuaciones de cada uno son distintas, y responden de manera diferente a las motivaciones que reciben.

Y precisamente por esta razón es imposible que el dinero cumpla la función de medida de valor. No puede existir algo capaz de medir el valor del resto de las mercancías, ya que ello implica que esa mercancía tenga un valor estable. Dada la naturaleza de la teoría del valor austríaca no se puede considerar que exista algo con un valor estable ya que la valuación de las mercancías es distinta en cada individuo y cambia de acuerdo con las condiciones presentes en el sistema económico. El dinero puede funcionar como medida del valor de cambio objetivo de las mercancías, es decir, de lo que se conoce como precios. Sin embargo estos también son variables ya que se deducen del valor de uso subjetivo que los individuos asignan a las mercancías.

Para Hawtrey el dinero sí debe de cumplir la función de medida de valor. El problema es que ni el crédito ni el papel moneda pueden cumplir esta función de la manera correcta ya que tienden a tener un valor inestable. Por su parte, el dinero metálico es capaz de cumplir esta función de manera aceptable sin embargo su estabilidad trae otras consecuencias negativas para el funcionamiento del sistema económico. De ahí que en cualquier de los dos casos sea necesaria la intervención y/o regulación de un organismo perteneciente al Estado. Sólo mediante las acciones de este último es que se puede garantizar contar con una medida de valor estable que no implique una pérdida de valor en términos económicos para el sistema económico.

El consenso más importante entre los tres autores es la necesidad de la estabilidad en el valor del dinero. Todos consideran que las variaciones constantes en el valor de la moneda traen consecuencias sociales negativas. Implican cambios en la distribución de la riqueza considerados como injustos. La inflación beneficia al deudor y perjudica al acreedor. Además tienen impactos distintos sobre las personas con mayores ingresos y las que tienen menores ingresos, así como sobre los trabajadores y los capitalistas. Desde el punto de vista de los tres esto es injusto. Se obtienen ganancias extraordinarias simplemente porque las condiciones son favorables. Y además de ello, los cambios en las cantidades de dinero son la explicación de los ciclos económicos en los tres autores, los cuales pueden llevar a crecimientos en la producción pero al final tienen condiciones funestas para el sistema económico.

En un contexto como el que enfrentaban los autores en los años de posguerra hubiera sido inconcebible defender una política que no buscara el objetivo de la estabilidad en el valor de la moneda. Incluso Keynes que criticaría de manera constante las políticas deflacionistas, no se hubiera atrevido a proponer una política de expansión de la cantidad de dinero en circulación. A raíz de los procesos hiperinflacionarios de la posguerra el miedo a la inflación se había generalizado por toda Europa. Durante las críticas hechas a la política seguida por el gobierno británico Keynes siempre se tomaría el tiempo para señalar lo peligrosos que podría ser una política completamente opuesta.

La solución para evitar esta clase de procesos es distinta según cada autor. Para Keynes y Hawtrey el Estado debía intervenir directamente regulando la cantidad de dinero en circulación a través de distintos mecanismos, siendo la tasa de interés o de descuento el más importante. Esta era la única manera en que se podía garantizar el valor de la moneda.

En la explicación de Hawtrey los ciclos económicos ocurrían siempre, debido a que el sistema es inestable en sí mismo. Un proceso de expansión del crédito o del papel moneda genera estímulos para continuar con el crecimiento. El proceso continua hasta el punto en que el valor del dinero prácticamente ha desaparecido, destruyendo las bases del sistema monetario.

Para Keynes son los cambios en los hábitos y costumbres de las personas pueden cambiar en el corto plazo lo que generan inestabilidad en el valor del dinero. Esto no quiere decir

que la causa de los cambios en el valor del dinero no pueda provenir de las decisiones de política. Por ello se tienen que tener una actitud reactiva por parte de las autoridades monetarias. La intervención debe ocurrir con el fin de regular y contrarrestar los cambios en el nivel de precios generados por las modificaciones en la demanda de dinero de las personas. Esa falta de regulación fue la causante de los problemas monetarios de la posguerra.

Por su parte Mises tienen un entendimiento totalmente distinto. A pesar de concordar en la inestabilidad del sistema monetario, considera que gran parte de los problemas severos ocurren por las intervenciones estatales en asuntos del mercado. La actividad de los bancos puede llevar a procesos desestabilizadores que implican pérdida de valor, sin embargo, sin la intervención del Estado estos procesos se contrarrestan por las mismas fuerzas del mercado. De ahí que la mejor manera de garantizar la estabilidad en el valor del dinero es evitar la aplicación de políticas monetarias.

La consecuencia de estas ideas sería que tanto Hawtrey como Keynes se opusieran al regreso al patrón oro mientras que Mises defendiera la necesidad del mismo. No obstante, la posición de Hawtrey parecería contradecir su posición respecto a la necesidad de la regulación por parte del Estado.

Hawtrey buscaba crear un sistema donde la cooperación internacional fuera fundamental. Habría un sistema de bancos centrales que se encargaría de regular el crédito a nivel internacional con el objetivo de evitar las fluctuaciones en el valor de las monedas. Sin embargo, no se explica la necesidad de imponer un patrón oro. En la teoría presentada por Hawtrey, cuando se incorpora el dinero metálico se impone un límite a la caída en el valor de la moneda por el monto de reservas en las bóvedas de los bancos, que utilizan para respaldar la emisión. Pero una vez que se ha incorporado la regulación por parte del Estado no parece haber la necesidad de tener un instrumento de esta naturaleza. El estado puede utilizar la tasa de interés para limitar la cantidad de emisiones en el momento en que considere que la estabilidad en el valor de la moneda está en peligro.

La razón para defender el patrón oro puede provenir de una posición más bien ideológica. Durante mucho tiempo el patrón oro se consideraba indispensable para la estabilidad de los sistemas monetarios. A pesar de que en su análisis teórico Hawtrey se da cuenta de que se

puede tener un sistema monetario estable sin la necesidad de un patrón metálico, una vez que se discuten los asuntos de política esta posibilidad parece estar cerrado. Es necesaria la regulación de los bancos centrales pero no es imagina en ningún momento ello en un contexto donde el patrón oro no existiese. También se puede pensar que era complicado para alguien que había vivido toda su vida bajo la égida de un sistema monetario fundamentado en el oro, pensar en la posibilidad de un sistema nuevo. Además, durante los años en que el patrón oro no estuvo en funcionamiento se habían generado importantes problemas monetarios en Europa. No sólo se habían presenciado los procesos hiperinflacionarios en el continente, sino que en el resto de Europa también se habían devaluado las monedas e incluso se había dado una crisis relativamente profunda en 1921. De ahí que no fuera fácil oponerse al restablecimiento del patrón oro.

Mises también sería un defensor del regreso al oro. Sin embargo en ningún momento aceptaría una propuesta como la de Hawtrey donde la regulación jugaría un papel fundamental en el funcionamiento del nuevo sistema. La postura de Mises en defensa del oro es radical. A pesar de que en un primer momento abría la puerta a la posibilidad de un patrón oro divisa, esta posibilidad sería cerrada un año después. Esto porque el patrón intermedio daba pie a la intervención por parte de los gobiernos. Ello podría degenerar en un sistema donde las limitaciones que imponía el oro desaparecieran y la intervención del Estado fuera cada vez mayor.

Por ello era necesario instaurar un patrón oro clásico. Era la única forma de limitar la acción de los gobiernos sobre los asuntos monetarios del mercado. La falta de una regla de esta naturaleza había sido la causante de todos los problemas que había enfrentado Alemania en la posguerra. La acción del Estado había barrido con el sistema monetario y sólo una vez que se hubo restringido la emisión excesiva y se hubo reinstaurado el patrón oro es que el país europeo pudo alcanzar nuevamente la estabilidad en el valor de su moneda.

Por su parte Keynes sería un crítico incansable del regreso al patrón oro. Las condiciones de los veintes eran distintas a las del siglo XIX por lo que no se podía esperar que aplicando las mismas políticas se pudieran tener los mismos resultados. Los niveles de especulación eran muy altos lo que generaría estabilidad en los cambios pero inestabilidad continua en el

nivel de precios. Por ello era mejor mantener un sistema libre donde cada país regulara el valor de su moneda con base en los instrumentos que tenían las autoridades monetarias a su alcance.

De esta manera es como las ideas de los tres autores estudiados en este trabajo pueden entenderse a la luz de los acontecimientos ocurridos en la época. Sin embargo el contexto no es completamente definitorio en el pensamiento o la teoría de la época. Si fuera así no podrían entenderse las diferencias entre Hawtrey o Keynes, o las coincidencias en lo referente al temor a la inflación y la necesidad de una moneda estable entre los tres autores.

Además del contexto juegan las posturas políticas e ideológicas de cada uno de los teóricos. Es difícil pensar que si los hechos hubieran ocurrido de manera distinta las críticas de Mises a la intervención del Estado no se hubieran presentado. La forma hubiera sido distinta, así como los puntos de ataque, pero el argumento a favor de la libertad y el mercado hubieran continuado. La influencia de la Escuela Austríaca fue decisiva en la teoría y el entendimiento de los fenómenos de la época por parte de este autor.

Keynes era también un defensor del libre mercado y un crítico del socialismo, sin embargo tenía un gran interés por las condiciones de vida de los trabajadores. De ahí podemos entender su crítica rotunda a la política de deflación para permitir el regreso al patrón oro. Los principales perdedores eran los trabajadores bajo esta acción por lo que era completamente reprobable. Por esta misma razón consideraba que el Estado debía jugar un papel fundamental en la economía ya que el permitir a las fuerzas del mercado moverse de manera completamente libre generaba resultados que serían injustos para grandes sectores de la sociedad.

Por todo ello es indudable que el vínculo entre política y ciencia social es más estrecho de lo que generalmente se piensa. El científico social no se aproxima al objeto de estudio con una posición neutral, sino que parte de una idea política, de una preconcepción que tiene del objeto que busca demostrar al desarrollar esa teoría. No asume una posición objetiva ni analiza al objeto de una manera abstracta. Es imposible para él sustraerse del fenómeno estudiado al estar completamente inmerso dentro del mismo. La idea política del científico es la que lo lleva a buscar una teoría que la fundamente.

Pero esta idea no debe radicalizarse. Es verdad que el fin político no es el único objetivo que se busca durante la actividad científica. Otros factores como las ideas anteriores y las discusiones que se están llevando a cabo en ese momento influyen sobre la forma que adquieren la propuesta teórica de los autores. El interés y la forma de aproximarse a un tema determinado terminan estando influenciados por el contexto que enfrenta el científico social. Las ideas bajo las que se formaron los teóricos determinan en parte la manera de aproximarse, pero el resultado estará atravesado también por sus posturas ideológicas y políticas.

Bibliografía

- Aldcroft, D. H. (1985) *De Versailles a Wall Street, 1919-1929*. Barcelona: Crítica.
- Anon (1925) The Gold Standard Act, 1925. *The Economic Journal*. 35 (138), 311–313.
- Bordo, M. D. & Kydland, F. E. (1997) 'The Gold Standard as a Rule', in Barry Eichengreen & Marc Flandreau (eds.) *The Gold Standard in Theory and History*. London: Routledge. pp. 99–128.
- Bourdieu, P. (1975) The specificity of the scientific field and the social conditions of the progress of reason. *Social Science Information*. 14 (6), 19–47.
- Bresciani-Turroni, C. (1968) *The Economics of Inflation. A Study of Currency Depreciation in Post-War Germany*. Northampton: John Dickens & Co.
- Cagan, P. (1956) 'The Monetary Dynamics of Hyperinflation', en Milton Friedman (ed.) *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: University of Chicago Press.
- Câmara, A. & Vernengo, M. (2001) 'The German Balance of Payment School and the Latin American Neo-structuralists', en Louis-Philippe Rochon & Matias Vernengo (eds.) *Credit, Interest Rates and the Open Economy: Essays on Horizontalism*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Cunliffe Committee on Currency and Foreign Exchnages after the War (1997) 'Firs Interim Report', en Barry Eichengreen & Marc Flandreau (eds.) *The Gold Standard in Theory and History*. London: Routledge. pp. 231–245.
- Dobb, M. (1973) *Theories of Value and Distribution since Adam Smith. Ideology and Economic Theory*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Eichengreen, B. (1992) *Golden Fetters: the gold standard and the Great Depression, 1919-1939*. New York: Oxford University Press.
- Fergusson, A. (1984) *Cuando muere el dinero. El derrumbamiento de la República de Weimar*. Madrid: Alianza Editorial.
- Frieden, J. A. (1997) 'The dynamics of international monetary systems: international and domestic factors in the rise, reign and demise of the classical gold standard', en Barry Eichengreen & Marc Flandreau (eds.) *The Gold Standard in Theory and History*. London: Routledge. pp. 207–227.

- Hawtrey, R. G. (1924) A Tract on Monetary Reform. by J. M. Keynes. *The Economic Journal*. 34 (134), 227–235.
- Hawtrey, R. G. (1919a) *Currency and credit*. London: Longmans, Green and Co.
- Hawtrey, R. G. (1929a) London and the Trade Cycle. *The American Economic Review*. 19 (1), 69–77.
- Hawtrey, R. G. (1926a) Mr. Robertson on banking policy. *Economic Journal*. 36 (143), 417–433.
- Hawtrey, R. G. (1922) The Genoa resolutions on currency. *The Economic Journal*. 32 (127), 290–304.
- Hawtrey, R. G. (1919b) The Gold Standard. *The Economic Journal*. 29 (116), 428–442.
- Hawtrey, R. G. (1926b) The gold standard and the balance of payments. *The Economic Journal*. 36 (141), 50–68.
- Hawtrey, R. G. (1929b) The monetary theory of the trade cycle. *The Economic Journal*. 39 (156), 636–643.
- Hume, D. (1994) *Political Essays*. Knud Haakoonsen (ed.). Cambridge: Cambridge University Press.
- Keynes, J. M. (1924) A Comment on Professor Cannan's Article. *The Economic Journal*. 34 (133), 65–68.
- Keynes, J. M. (1923) *A Tract on Monetary Reform*. London: Macmillan and Co.
- Keynes, J. M. (1992) *Breve tratado sobre la reforma monetaria*. México, D.F.: Fondo de Cultura Económica.
- Keynes, J. M. (2012a) 'The Economic Consequences of Mr. Churchill', in *Essays in Persuasion*. New York: Harcourt, Brace and Company.
- Keynes, J. M. (1971) *The Economic Consequences of the Peace*. New York: Harper & Row.
- Keynes, J. M. (2012b) 'The Speeches of the Bank Chairmen (1924-1927)', en *Essays in Persuasion*. New York: Harcourt, Brace and Company.
- Kindleberger, C. P. (2011) *Historia Financiera de Europa*. Barcelona: Crítica.

- Laidler, D. E. & Stadler, G. W. (1998) Monetary Explanations of the Weimar Republic's Hyperinflation: Some Neglected Contributions in Contemporary German Literature. *Journal of Money, Credit and Banking*. 30 (4), 816–831.
- Leroux, A. (2004) 'Ideology: an economic point of view', en John B. Davis et al. (eds.) *The Elgar Companion to Economics and Philosophy*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Macmillan Committee on Finance and Industry (1997) 'Report', en Barry Eichengreen & Marc Flandreau (eds.) *The Gold Standard in Theory and History*. London: Routledge. pp. 246–261.
- McCloskey, D. N. & Zecher, J. R. (1997) 'How the Gold Standard Worked, 1880-1913', en Barry Eichengreen & Marc Flandreau (eds.) *The Gold Standard in Theory and History*. London: Routledge. pp. 57–75.
- Menger, C. (1892) On the Origins of Money. *Economic Journal*. 2239–255.
- Mészáros, I. (1972) Ideology and Social Science. *The Socialist Register*. 935–81.
- Mises, L. Von (1989) 'El Contexto Histórico de la Escuela Austríaca de Economía', en *Escuela Austríaca de Economía. Historia, Metodología, Actualidad*. México: Centro de Estudios en Economía y Educación.
- Mises, L. von (1978a) 'Monetary Stabilization and Cyclical Policy', en Percy L Greaves (ed.) *The causes of the economic crisis. And other essays before and after the Great Depression*. Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute.
- Mises, L. von (1978b) 'Stabilization of the Monetary Unit - From the Viewpoint of Theory', en Percy L Greaves (ed.) *The causes of the economic crisis. And other essays before and after the Great Depression*. Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute.
- Mises, L. von (1934) *The Theory of Money and Credit*. Segunda Ed. London: Jonathan Cape.
- Nurkse, R. (1997) 'The gold exchnage standard', en Barry Eichengreen & Marc Flandreau (eds.) *The Gold Standard in Theory and History*. London: Routledge. pp. 262–287.
- Parguez, A. & Seccareccia, M. (2005) 'The credit theory of money: the monetary circuit approach', en Geoffrey Ingham (ed.) *Concepts of Money*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Polanyi, K. (2003) *La Gran Transformación*. Segunda ed. México, D.F.: Fondo de Cultura Económica.
- Robinson, J. (1938) A review of: The Economics of Inflation by C. Bresciani-Turroni. *Economic Journal*. 48 (191), 507–513.

- Robinson, J. (1964) *Economic Philosophy*. Suffolk: Penguin Books.
- Schumpeter, J. A. (1949) Science and ideology. *American Economic Review*. 39 (2), 346–359.
- Triffin, R. (1997) 'Myth and realities of the gold standard', in Barry Eichengreen & Marc Flandreau (eds.) *The Gold Standard in Theory and History*. London: Routledge. pp. 141–159.
- Wacquant, L. J. D. (1992) 'Toward a Social Praxeology: The Structure and Logic of Bourdieu's Sociology', in *An Invitation to Reflexive Sociology*. Cambridge: Polity Press.
- Webb, S. B. (1984) The Supply of Money and Reichsbank Financing of Government and Corporate Debt in Germany, 1919–1923. *Journal of Economic History*. 44 (2), 499–507.