

LA DEUDA PUBLICA Y EL INGRESO NACIONAL DE ESTADOS UNIDOS*

HENRY C. WALLICH

Banco de la Reserva Federal
Nueva York

II

Sociedades anónimas. Las tenencias totales de las sociedades anónimas no financieras¹ se estiman para 1948 en Dls. 26,000 millones, o sea ligeramente menos que a fines de 1944. Los intereses para 1948 se calculan en 380 millones.

Tratándose de una sociedad anónima, los ingresos por concepto de intereses sobre los valores públicos serán en general demasiado pequeños para influir en su política de inversión y de reparto de dividendos; en consecuencia, los ingresos de esta naturaleza que el gobierno no reabsorba por medio de impuestos se convertirán, probablemente, en ahorros. Sin embargo, durante y después del período de reconversión, es posible que la acumulación de efectivo consiguiente se utilice para financiar nuevas inversiones o un mayor volumen de operaciones, y que se emplee para el mismo fin una parte del principal de los valores, algunos de los cuales sin duda se liquidarán. Pero sólo puede decirse que estos intereses son *causa* de nuevas inversiones físicas si el efectivo acumulado con ellos induce a las empresas a efectuar gastos mayores de los que habrían hecho de otra manera, es decir, si no les lleva solamente a substituir préstamos bancarios o a disminuir el uso más intensivo de otras fuentes de efectivo. En general, no es probable que el efecto sea muy

* La primera parte de este artículo se publicó en el número anterior de *El Trimestre Económico*, vol. XII, núm. 4, enero-marzo de 1946, pp. 672-695.

¹ Incluyendo negociantes y corredores, así como saldos extranjeros en Estados Unidos.

DEUDA PUBLICA E INGRESO NACIONAL

grande.² Por tanto, en la medida en que las empresas conserven los valores, los pagos de intereses que a ellas se hagan representarán en gran parte una filtración de la corriente de ingresos. Sin embargo, existen factores de liquidez y seguridad que la empresa ha ganado a través de sus compras de valores, que compensan la posibilidad de tal filtración y que son mucho más importantes. Una parte de las existencias (en el caso de algunas empresas la totalidad de ellas) se empleará para financiar la reconversión y para hacer frente al pago de impuestos, pero quedará una suma cuantiosa, de la que se usará en cierta medida posteriormente para realizar gastos de expansión que no se habrían podido financiar en otra forma. Otra parte, en cambio, significará quizá un aumento permanente de liquidez, sea en valores o en efectivo. Igual que las existencias individuales de bonos de ahorro, una reserva de bienes líquidos tendrá probablemente un efecto saludable sobre la disposición del propietario a gastar: en el caso de las empresas, gastos en nuevas inversiones físicas. Este efecto deberá ser tanto más importante cuanto que, según un estudio reciente del National Industrial Conference Board, el temor a la insolvencia parece haber influido de manera excepcional en las decisiones de las empresas en los últimos años, cuando menos en las de las compañías pequeñas y medianas. El temor de que un nuevo negocio mal calculado pudiera provocar serias dificultades a los gerentes será mucho menor en los casos en que la empresa disponga de grandes recursos en efectivo. En este sentido, las tendencias de las empresas de valores públicos pueden llegar a ser un estímulo importante para las nuevas inversiones.

Organismos federales y fondos en fideicomiso. Se calcula que diversos organismos federales y fondos en fideicomiso, inclusive el

² Se supone que en 1948 alrededor de la mitad del interés sobre las obligaciones de que se trata, una vez pagados los impuestos, regresará a la corriente de ingresos por intermedio de nuevas inversiones físicas.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

cuantioso Fondo de Seguro para la Vejez y para los Supervivientes y el Fondo de Desocupación, tendrán en 1948 un ingreso de 630 millones de dólares en concepto de sus tenencias negociables y no negociables de Dls. 26,000 millones, aun considerándose posibles desembolsos de consideración por el Fondo de Desocupación. Se estima que sólo 480 millones de ese ingreso se ahorrarán.³ Este ahorro efectuado con los intereses repite en escala más pequeña el efecto deflacionario que resulta de la recaudación de los impuestos para el seguro social y su inmovilización en los fondos, y provoca una nueva discrepancia entre el presupuesto contable y el presupuesto en efectivo.

Si el seguro social ha de establecerse sobre una base corriente, como se ha sugerido con frecuencia, sería lógico aplicar este principio no sólo al ingreso de estos fondos en concepto de impuestos, sino también a su ingreso derivado de intereses. Se podría lograr esto invirtiendo el capital de los fondos en valores que no rindan intereses o que rindan interés muy bajo. No obstante, en el caso de algunos de los fondos más pequeños que han estado funcionando durante más tiempo y que no puedan fácilmente cambiarse de su base actuarial (por ejemplo, el Fondo de Jubilación del Servicio Civil) podría ser necesario todavía asegurarles un ingreso adecuado en concepto de intereses. Otra solución posible sería la de ofrecer a estos fondos bonos de descuento, considerando las ganancias sobre los mismos en la forma que se propone para los bonos de ahorro.

Cualquiera que sea el camino que se siga, es evidente que en caso de una depresión de postguerra el Fondo de Desocupación será cuando menos un elemento neto de expansión y no de contracción. Aun en épocas normales, cuando los desembolsos no excedan a los ingresos, el sistema del seguro social en su conjunto debería ser un factor de expansión, en un sentido cualitativo, dado que reduce la

³ En el caso del Fondo para la Vejez, se plantea también el problema de si debe considerarse como ahorro la totalidad de los intereses. Véase la nota 12 de la primera parte de este artículo (p. 694).

DEUDA PUBLICA E INGRESO NACIONAL

tendencia de los beneficiarios a efectuar ahorros para gastar años más tarde o para compromisos imprevistos. Aunque el funcionamiento del Fondo de Desocupación, el traslado del Fondo de Vejez a una base corriente y la ampliación de todo el sistema para abarcar un sector más amplio de la población son asuntos que trascienden con mucho el problema de la acumulación de intereses, no debe desde luego hacerse caso omiso de ellos.

Algunos aspectos generales

En los párrafos anteriores se ha analizado la significación de los principales componentes de la deuda de postguerra. Se ha llegado a la conclusión general de que en muchos casos los efectos psicológicos favorables de las cuantiosas tenencias de bonos del gobierno compensan sobradamente los efectos de los mayores ahorros que puedan hacerse con los intereses recibidos. Se indicó, además, que una gran parte de los ahorros institucionales provenientes de intereses sobre valores públicos no pueden considerarse generalmente como causados por la deuda, puesto que aun si no hubiera deuda se realizarían de algún modo.

Quedan por examinarse dos aspectos muy interesantes: 1) el efecto de la deuda sobre las inversiones y 2) su significado para la política económica nacional. A continuación se tratan ambos en forma breve.

Efecto adverso sobre las inversiones. En las controversias recientes ha sobresalido bastante el estudio de la influencia adversa que ejercen sobre las nuevas inversiones los impuestos requeridos para hacer frente al servicio de la deuda. Yo mismo he analizado el problema en un artículo reciente.⁴ Sólo haré un comentario breve en estas páginas.

⁴ "Effect of Taxation upon Investment", *Harvard Business Review*, verano de 1945, pp. 442-450.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

En la medida en que los impuestos desanimen la inversión debido a que reducen el poder de compra y limiten con ello los mercados, su significación se ha reconocido implícitamente en las páginas anteriores al examinarse la disminución en la velocidad de la corriente de ingresos.⁵ Un segundo factor adverso que debe advertirse es que los impuestos elevan los costos al aumentar el precio del nuevo equipo y el costo de operarlo. Resulta también mayor el costo del financiamiento, sobre todo mediante venta de acciones, puesto que los impuestos sobre la renta y sobre los ingresos de las sociedades anónimas desaniman las compras de acciones y dan lugar a que los precios sean más bajos y los mercados más estrechos de lo que serían de otra manera. Los impuestos pueden también evitar la inversión cuando esta última dependa de la capacidad del inversionista potencial para acumular fondos, como en el caso de empresas pequeñas, de propietarios potenciales de casas y de empresas más grandes que no quieran o no puedan obtener fondos en el mercado.

Además de estos efectos adversos sobre la inversión existe la influencia contraria al inversionista que resulta de los impuestos sobre las ganancias y sobre los ingresos. Sin embargo, las sociedades anónimas grandes o los individuos que disponen de varias fuentes de ingreso resultan menos afectados que el inversionista que espera que todo su ingreso provenga de alguna nueva empresa, puesto que aquellos pueden con frecuencia cargar sus pérdidas a otros ingresos y así pasar una parte de ellas al gobierno. Una limitación más importante que la influencia adversa a las perspectivas de ganancias puede ser el efecto de los impuestos sobre la

⁵ Los impuestos para el servicio de la deuda probablemente reducen el poder de compra más que los tributos para cualquier otro fin, ya que tiende a convertirse en ahorros una proporción excepcionalmente grande de los fondos gastados de nuevo por el gobierno. Si los que reciben intereses pagados por el gobierno no ahorraran más de lo que normalmente ahorran los contribuyentes, estos impuestos no provocarían descenso alguno de poder adquisitivo.

DEUDA PUBLICA E INGRESO NACIONAL

liquidez de las sociedades anónimas, que en el pasado ha hecho que sea imprudente para muchas de éstas realizar una expansión con fondos propios. Para muchas empresas es posible que este problema sea menor en el futuro, a causa de sus mayores existencias de efectivo y bonos del gobierno.

En resumen, los obstáculos más graves que los impuestos pueden constituir para las inversiones son de naturaleza cualitativa y no pueden medirse estadísticamente. A este respecto se asemejan a los efectos estimulantes que se espera provengan de la presencia de grandes tenencias de valores. El resultado final dependerá en parte de la naturaleza del sistema impositivo. Si éste tiene por objeto reducir a un mínimo el efecto psicológico adverso sobre la inversión, bien puede ocurrir que el elemento positivo sea más fuerte. Pero debe recordarse que un sistema impositivo de esa naturaleza necesariamente descansa mucho más en impuestos que restringen el poder de compra (impuestos menos progresivos), de tal suerte que las inversiones se dañarían por otro lado.

La deuda como factor en la política económica. El aumento de la deuda federal probablemente traerá consigo bastantes cambios en el arsenal de la política económica; algunas armas se afilarán y otras se volverán más burdas. Es probable que la que más sufra sea la política monetaria, ya que la deuda no sólo puede limitar muy severamente el campo de acción de los que quieren aplicarla, sino que también puede reducir su efectividad en la medida en que se use. Hoy son mucho mayores que antes de la guerra las posibilidades de influir en los gastos de las empresas y los individuos a través de la recaudación o la exención de impuestos para financiar los intereses y la amortización de la deuda y mediante cambios en la clase de valores en circulación; la administración de la deuda como instrumento de política económica ha adquirido nueva vitalidad.

Es evidente, desde luego, que debe hacerse el mayor esfuerzo para mantener intacta la política monetaria como uno de los prin-

EL TRIMESTRE ECONOMICO

cipales instrumentos de política económica. Tiene las ventajas de que es fácil de aplicar, de que está relativamente libre de interferencias políticas y de que es más compatible con el sistema de la iniciativa privada que con otras formas de intervención del estado. No obstante, será útil resumir brevemente las formas en que la creciente deuda pública puede interferir con la regulación monetaria en la postguerra.

Al tratar del control cuantitativo tradicional del crédito, deben contestarse dos preguntas: 1) En las condiciones actuales ¿puede ser eficaz dicho control? 2) de serlo ¿es conveniente? ⁶ En cuanto a la viabilidad del control cuantitativo, debe advertirse primero que, a causa del gran volumen de valores públicos que tienen en su poder los bancos, puede ser difícil provocar una contracción de las carteras de éstos. Sabemos que semejante contracción se ha logrado en general más bien restringiendo directamente los préstamos que aumentando las tasas de interés. En otros términos, la clave del mecanismo ha sido la disponibilidad de fondos y no su costo. Puesto que los bancos pueden compensar una escasez de reservas vendiendo sus valores del gobierno al público (si no a la Reserva Federal), puede resultar mucho más difícil que antes inducirlos a contraer su cartera. Además, aun cuando pudiera reducirse la cartera a corto plazo, el efecto sobre la actividad puede no ser tan grande como en años anteriores. Ya antes de la guerra se habían reducido los préstamos de los bancos comerciales, y en los últimos años las empresas en general se han vuelto más líquidas.

Es verdad que muchas empresas individuales dependerán aún del crédito bancario, pero una restricción de éste más bien podría tener el efecto de reducir en forma severa las actividades de este grupo limitado, mientras que dejaría a otras (quizá una gran mayoría) sin afectarlas. El problema consiste en que la política monetaria se creó para una economía en que el dinero era moderada-

⁶ Véase Alvin H. Hansen, "Stability and Expansion", en *Financing American Prosperity*, Twentieth Century Fund, Nueva York, 1945, pp. 250-255.

DEUDA PUBLICA E INGRESO NACIONAL

mente escaso y donde normalmente se empleaban todos los fondos disponibles. Será difícil adaptar los mismos instrumentos en una situación en que el dinero sea abundante.

Quizá podría controlarse un auge actuando sobre el volumen de crédito a largo plazo. Esto plantea el problema de en qué medida sería conveniente dicho control en las condiciones especiales de la postguerra. Parece que el efecto de un alza de las tasas a largo plazo sobre el valor de las carteras de los bancos es menor del que a veces tiene.⁷ Sin embargo, el costo del servicio de la deuda pública aumentaría considerablemente si se mantuviera en vigor durante algún tiempo una política de tasas elevadas,⁸ y mucha gente consideraría lo anterior como un obstáculo insuperable para el control del auge por medio de altas tasas a largo plazo. Pero debe advertirse que los ingresos fiscales por concepto de impuestos también aumentarían en tales condiciones.

Creo que un problema más fundamental es el siguiente: la política monetaria en el pasado ha procurado resguardar a la economía igualmente contra las tendencias inflacionarias y contra las deflacionarias. Pero hoy, no obstante la actual tendencia de inflación, puede decirse que a la larga hay mayor peligro de deflación que de inflación. Si bien no puede abandonarse una política monetaria responsable porque se crea en la teoría del estancamiento secular, sí se justifica que se modifique un poco el sentido en que debemos estar alerta. Esto quiere decir que como norma debemos aproximarnos a una política de tasas bajas. Sin embargo, es difícil alcanzar tasas de interés bajas, y mantenerlas, a menos que el público crea que efectivamente serán la norma; y esta creencia no se generalizará si las autoridades monetarias elevan violentamente la tasa

⁷ Véase Paul A. Samuelson, "The Effect of Interest Rate Increases on the Banking System", *American Economic Review*, marzo de 1945, pp. 16-27.

⁸ Pudiera ser posible limitar la disponibilidad de crédito a largo plazo sin elevar apreciablemente la tasa sobre bonos del gobierno a largo plazo. Esto se examina más adelante, al tratar de los controles cualitativos.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

a intervalos de unos cuantos años. En consecuencia, puede ser preciso dejar de elevar las tasas aun durante un auge a fin de contrarrestar más eficazmente una tendencia deflacionaria a largo plazo. Resulta propio recordar a este respecto el comentario de Keynes de que el control de un auge por medio de tasas elevadas debe evitarse "como la peste".

Como alternativa al control cuantitativo, la política monetaria puede hacerse descansar cada vez más en el uso de controles selectivos. El público está ya acostumbrado al control selectivo del crédito especulativo. Durante la guerra se ha añadido el control del crédito para ventas a plazos. Puede ser conveniente agregar el control sobre los préstamos hipotecarios (principalmente de la Federal Housing Administration) y quizá sobre las nuevas emisiones de acciones. En muchos países es común la intervención del estado en el mercado de nuevas emisiones, aunque generalmente se ha empleado para facilitar el financiamiento de los gastos públicos más bien que para controlar un auge. Estos temas merecen sin duda mucha mayor atención de la que han recibido hasta ahora.

Es muy posible que las investigaciones sobre estos temas revelen nuevas oportunidades para la política monetaria que la restauren a un lugar más importante que el que ha ocupado en los últimos años. Sin embargo, hay motivos para pensar que, cualquiera que sea el porvenir de la política monetaria, la administración de la deuda está destinada a convertirse en un elemento importante de la política económica nacional. Espero esbozar algunos de los métodos de manejar este nuevo instrumento en otro artículo.

"... *Si no hubiera deuda.* En las páginas anteriores la situación de deuda en la postguerra se ha contrastado repetidamente con la situación que se tendría "si no hubiera deuda". Esta feliz hipótesis merece investigarse un poco más de cerca.

Para que sea fructífera una comparación de la situación real con la hipotética, debe suponerse desde luego que la última sea igual

DEUDA PUBLICA E INGRESO NACIONAL

a la primera en todos sus aspectos excepto el de la deuda. Sobre todo es preciso suponer que también en ausencia de la deuda se podría alcanzar un ingreso nacional de 140,000 millones de dólares. Pero el supuesto de un ingreso de ocupación plena exige explicar cómo se alcanzaría este nivel. La única explicación posible en vista de la experiencia anterior es en términos de un aumento considerable de la inversión privada por encima de los niveles prevalecientes en la década anterior.⁹ Para mantener este nivel de ingreso sería necesario también sostener el alto nivel de inversiones. Tan pronto como se aprecia este hecho, se advierte claramente que muchos de los problemas que asociamos con el aumento de la deuda pública también nos asolarían después de cierto tiempo si el ingreso nacional de ocupación plena se mantuviera, durante un largo período, gracias a las inversiones privadas.

Un nivel elevado de inversiones privadas significa la creación de grandes cantidades de obligaciones que devengan intereses o dividendos. Entraña también la creación de una cantidad de dinero constantemente en aumento, superior a la que sería necesaria para satisfacer las crecientes necesidades transaccionales de un mayor ingreso nacional. A medida que se enriquecieran, los inversionistas querrían también tener en su poder mayores sumas de efectivo, salvo que resultaran especialmente atractivas las tasas a corto plazo, porque hoy en día una política prudente de inversiones exige que una proporción importante de las disponibilidades totales se conserve en efectivo. En consecuencia, el volumen de crédito bancario precisa aumentar sin interrupción si se han de satisfacer las crecientes necesidades de los inversionistas (y de las empresas, conforme aumenta el ingreso nacional).

Desde luego que la expansión del volumen de disponibilidades privadas en poder de inversionistas y bancos se realizará a un ritmo

⁹ Podría alcanzarse la ocupación plena sin aumentar la inversión si se supusiera un desplazamiento suficiente hacia un mayor consumo y menos ahorros, pero la experiencia no justifica semejante supuesto.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

inferior al del crecimiento de las tenencias de deuda pública durante la guerra; la tasa anual de aumento, en condiciones de ocupación plena, sería tal vez de 15,000 a 20,000 millones, contra 50,000 o más durante la guerra. Sin embargo, después de transcurridos diez o quince años de ocupación plena financiada con fondos privados, es posible que el volumen de obligaciones y de tenencias hubiese crecido tanto como aumentó la deuda pública durante la guerra.

Las consecuencias de un aumento considerable de los valores privados y el crédito son en muchos aspectos semejantes a las de una expansión de la deuda pública. Los pagos de intereses y dividendos tienden a sustraer fondos de la corriente de ingresos tal como lo hacen los pagos sobre la deuda pública, debido a que los reciben principalmente las personas relativamente ricas y los pagan las relativamente pobres.¹⁰ La acumulación de un gran volumen de disponibilidades líquidas y de efectivo tiende a estimular la disposición de la gente a gastar y a invertir de la misma manera que lo hace el aumento de la deuda pública; también engendra el mismo peligro de que ocurran aumentos violentos de los gastos, provocando así la misma inestabilidad progresiva del sistema económico que es resultado característico de una cuantiosa deuda pública.¹¹

¹⁰ La gran masa de consumidores paga intereses y dividendos en el sentido de que éstos deben ser cubiertos por el precio que la industria cobra por sus productos. Si la industria quedara liberada de la necesidad de cubrir sus intereses y de obtener ganancias, el precio de todos los productos podría reducirse por el monto de los intereses y dividendos que se incluyen en el precio. Puede decirse, entonces, que los pagos de intereses y dividendos se asemejan a los que se hicieran sobre una deuda pública por medio de un impuesto sobre ventas. Naturalmente que esto no significa en modo alguno que no tienen justificación aquellos pagos; por lo regular, representan parte de los costos necesarios de la producción.

¹¹ Bien puede ser que para hacer frente a esta amenaza y para compensar la creciente inestabilidad, debiera conservarse en el futuro un margen más grande de capacidad excedente del que existió entre 1920 y 1929. Puede llegar a ser cada vez menos prudente que el sistema económico llegue a acer-

DEUDA PUBLICA E INGRESO NACIONAL

Uno de los motivos por el que ha habido poca preocupación por el creciente volumen de obligaciones emitidas por sociedades anónimas es que éstas se relacionan directamente con un aumento del equipo de producción y del ingreso nacional, de tal suerte que los pagos de interés parecen enteramente posibles.¹² El temor a una creciente deuda pública se funda en parte en que no hay tal relación inmediata entre el incremento de la deuda y la productividad de la economía. Sin embargo, se ha indicado que aun cuando no se incrementara el volumen de equipo de capital, la productividad podría crecer ininterrumpidamente gracias a la reinversión de las reservas para depreciación en equipo más eficaz y del mismo costo. Si se contara con tal aumento de productividad, se eliminaría una parte de las razones por las que se teme una deuda pública creciente, pues aceptar un servicio de la deuda cada vez mayor no por fuerza absorbería una proporción cada vez más grande de la misma.¹³

Un segundo motivo por el que no se ha pensado mucho en los efectos de un aumento del pago de intereses sobre obligaciones privadas ha sido su relativa flexibilidad, que contrasta con la rigidez del servicio de la deuda pública. Esto es evidente por lo que se refiere a dividendos, y aun los intereses sobre préstamos e hipotecas han sido flexibles a través de la historia a consecuencia de la elevada tasa de quiebras que ha prevalecido. Si bien puede no ser muy buena recomendación para el financiamiento privado decir

carse a los límites de su capacidad de producción, debido a que el mayor volumen de disponibilidades líquidas da lugar a que sea cada día más peligroso un aumento violento de los gastos.

¹² No hay por qué suponer de antemano que un aumento de equipo capital incrementará la participación relativa de los inversionistas en el ingreso nacional; el trabajo bien puede beneficiarse más que el capital.

¹³ La posibilidad de administrar la deuda pública mientras el ingreso nacional esté en aumento es la tesis principal de un artículo de Evsey D. Domar, "The 'Burden of the Debt' and the National Income", *American Economic Review*, diciembre de 1944, p. 798.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

que crea menos rigideces peligrosas en virtud de la posibilidad de que ocurran quiebras, el hecho de que de tiempo en tiempo pueda hacerse tabla rasa ha beneficiado sin duda alguna a la economía.¹⁴ Contra esta ventaja del financiamiento privado puede señalarse, sin embargo, que el gobierno está en mejor situación para regular la incidencia del peso de la deuda, pues tiene a su disposición distintas clases de impuestos y puede elegir en cierta medida sobre qué sectores hacerlos gravitar.

En resumen, la situación que resulta de mantener la ocupación plena durante varios años por medio de la inversión privada se asemeja mucho a lo que se presentará en la postguerra a causa de la mayor deuda pública. Ocurriría un aumento similar de los pagos a los tenedores de valores, que se financiarán en buena medida por impuestos sobre los grupos de ingresos más bajos, y surgirá igualmente una creciente inestabilidad de todo el sistema económico a resultas de las tenencias cada vez mayores de efectivo y disponibilidades líquidas. No habría gran diferencia en la proporción del ingreso nacional que absorberían los pagos a los tenedores de obligaciones mientras se pueda contar con un aumento seguro de la productividad, consecuencia de innovaciones técnicas, cualquiera que sea el incremento del volumen de capital físico. La diferencia reside principalmente en la mayor rigidez de la deuda pública y en el hecho de que ésta ha estado aumentando recientemente con mucha mayor rapidez que aquella con que jamás aumentarían las tenencias de obligaciones privadas, de tal suerte que los problemas relativos a un gran volumen de disponibilidades líquidas se nos han presentado mucho más pronto.

Algunos autores han querido restar importancia a los problemas que surgen de un aumento de la deuda pública indicando que no entrañan las mismas dificultades que una deuda privada. Semejante punto de vista es válido mientras no se le lleve demasiado

¹⁴ Por otra parte, es igualmente cierto que la inversión y el progreso se han retrasado con frecuencia a causa de esta posibilidad.

DEUDA PUBLICA E INGRESO NACIONAL

lejos. Por otra parte, es preciso advertir que muchas de las dificultades que trae consigo una deuda pública creciente de ninguna manera son ajenas al caso de un volumen cada vez mayor de obligaciones privadas. En ambos casos, estas dificultades se derivan del rápido aumento de los ahorros líquidos que se presenta en una economía moderna.