

DEPRECIACION MONETARIA E INFLACION

BRUNO MOLL

Concepto. Imposibilidad de definir de manera exacta la "inflación"

¿QUE SIGNIFICA EL CONCEPTO de inflación? Tenemos varias definiciones que, aunque distintas hasta cierto punto, llevan sin embargo la misma dirección: Gustav Cassel, en su folleto *El problema monetario mundial*¹ habla de la inflación de la guerra mundial en el sentido de una creación de "poder adquisitivo artificial que se puso a la disposición de los gobiernos, y que tomó unas veces forma de billetes de banco u otros y a veces de créditos en libros". En su *Tratado de Economía Social Teórica*, en cambio² el mismo autor define la inflación en términos generales como "empeoramiento del valor de la moneda por provisión demasiado abundante de medios de pago".

El teórico alemán Walter Eucken³ dice: "aumento de la moneda sin aumento de la producción de mercaderías"; Karl Helfferich⁴ "creación de poder adquisitivo adicional". Bendixen⁵ distingue el concepto "anticuado", o sea, "inundación del tráfico con medios de circulación de papel" y el concepto propio, o sea, "exceso de creación de moneda, sea de papel o de metal". Otros autores hablan de un aumento de la cantidad de moneda y crédito más allá de la "exigencia" o "demanda sana del tráfico".

Wagemann⁶ ve el criterio de la inflación en "un au-

¹ *Memorias*, (2ª ed. alemana), 1922 p. 17.

² *Vid.*, ed. alemana, Leipzig, 1932, p. 444.

³ *Kritische Betrachtungen zum Deutschen Geldproblem*, Jena, 1923, G. Fischer, p. 37.

⁴ *Das Geld*, (6ª ed.), Leipzig, 1923; *Money*, Londres, 1927-1928, Benn.

⁵ *Das Inflations problem*, Ferd. Enke, 1917, Stuttgart, p. 1155.

⁶ *Was ist Geld?* Oldenburg, 1932, p. 75.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

mento de moneda y crédito que tiene como consecuencias elevaciones de precios que exceden de los límites de la coyuntura respectiva”, Emilio G. Barreto⁷ dice: “todo acrecentamiento anormal de poder de compra, o mejor, todo aumento de la circulación, el crédito, o su velocidad, en desproporción a la actividad económica normal del país y capaz de producir un alza artificial de precios”. De manera semejante la define Baudin.⁸ No menciono las definiciones de Keynes, las cuales, en parte, distintas en sus obras de 1923, 1930 y 1936, sirven, a mi modo de ver, a finalidades analíticas especiales de la teoría de los ciclos económicos de este autor, sin tener importancia general para los fines de la teoría monetaria.

Es decir, que según la opinión reinante la inflación consiste en “una creación artificial y adicional de medios de pago y de crédito (generalmente de poder adquisitivo) más allá de las exigencias del tráfico que se consideran como normales”.

Se advertirá que es esencial a este concepto: 1º La idea de que se trata de un “exceso” de poder adquisitivo. 2º Muchas veces se incluye en la definición, expresamente la moneda *metálica* al lado del papel moneda, sosteniéndose que son posibles “inflaciones de oro”. 3º Es comprensión moderna que el concepto de “exceso” no se restringe, por principio (*ex definitione*) a la moneda *movible* simplemente, sino que se incluyen los créditos de *libros* (más concretamente, por ejemplo, “Medios de circulación a base de depósitos” (I. Fisher). 4º Según la teoría cuantitativa parece esencial que, como consecuencia del “exceso” de medios de pago (en su sentido más amplio) se empeore el valor y poder adquisitivo de la moneda, o, visto desde otro ángulo, que suban las cotizaciones de la moneda y cambios extran-

⁷ *El valor adquisitivo de la moneda*, Lima, 1936, p. 139.

⁸ *La moneda* (ed. castellana), Buenos Aires, 1939, p. 107.

DEPRECIACION MONETARIA E INFLACION

jeros, y que al mismo tiempo suban los precios interiores de las mercancías. Estos son los elementos de la definición de "inflación".

Sin embargo, investigando más profundamente es nota que estos elementos o criterios no son fenómenos o conceptos seguros ni claros, sino que son discutibles, presentando todos ellos problemas muy complejos y aun *insolubles*.

Con esto queremos decir que una definición que es base en tales elementos (y no hay otra definición esencialmente distinta que tenga importancia) tiene que ser un tanto vaga. Los problemas que presenta son los siguientes:

1. ¿Qué procedimiento hay para medir la necesidad "sana" o "normal" de medios de pago? Sobre todo ¿puede adoptarse como criterio el volumen de la venta de mercancías efectuada en un cierto período? ¿O la cantidad de letras de cambio descontadas en un Banco Central Europeo o en toda una economía nacional? ¿O la cantidad de letras de tesoro y de bonos del Gobierno? ¿O el movimiento de los números índices? ¿El grado de ocupación de los obreros? ¿El volumen de la producción de las distintas industrias? Como demostré detenidamente en mi obra *La moneda*⁹ no hay ninguna solución racional ni segura a este problema; no hay ninguna norma exacta, que tenga validez general y objetiva para medir las exigencias normales del tráfico.

2. ¿Está justificado incluir en el concepto de inflación la moneda *metálica* como hizo Bendixen? ¿Puede surgir una verdadera inflación de oro, que presente fenómenos semejantes y correspondientes a la inflación de papel moneda?¹⁰

⁹ Lima, Imprenta Gil, 1938, p. 226ss.

¹⁰ Me inclino a negar hasta cierto punto esta pregunta, prácticamente, *Vid.*, mi libro *La moneda*, p. 206.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

3. ¿Se puede colocar en el mismo nivel el aumento de la moneda *movible* (moneda acuñada y billetes inconvertibles) y de los *sucedáneos* de la moneda, como los cheques y letras de cambio, o aun los créditos bancarios (que tienen forma de depósitos) y que dan origen a la emisión de tales sucedáneos?

Es indiscutible que una investigación cuidadosa debe tener siempre en cuenta también los efectos del movimiento de estos créditos y sucedáneos. Pues es sabido que en algunos países adelantados económicamente, se hacen muchos más pagos mediante letras, cheques y giros que al contado. También se puede suponer que, por ejemplo, un aumento "excesivo" de los créditos bancarios puede tener un efecto semejante sobre los precios de las mercancías, igual que un aumento "excesivo" de la moneda *movible*; pues el público puede disponer de los créditos aumentados mediante letras, cheques y por meros giros, aumentando su poder adquisitivo y apropiándose así una parte creciente del producto nacional; proceso que, según la opinión reinante, debería traer como consecuencia una elevación paulatina de los precios. Queda el problema de hasta qué grado el público se aprovechará de esa posibilidad en cada caso concreto, o sea hasta qué punto el aumento de poder adquisitivo *potencial* se convierte en un aumento efectivo de ese poder.

Pero por otro lado me parece superficial el extendido concepto que no señala las diferencias existentes entre la moneda *definitiva* (*movible*) y el medio de pago provisional (cheques, letras y giros). Prescindiendo de otras características menos importantes, es sabido que todos estos sucedáneos de la moneda necesitan, primero, en general una *base* monetaria y, segundo, una *liquidación* postrera que se efectuará por la moneda *movible*, hecho este que da una importancia y una categoría extraordinaria a tal moneda dentro del marco de la teoría. Existe la tesis de que se pue-

den descuidar y hasta eliminar los sucedáneos partiendo del axioma de que, por ejemplo, un cierto aumento de los créditos trae como consecuencia un aumento (¿proporcional?) de la moneda movable, o viceversa, y que por esa razón no es necesario ocuparse *directamente* del aumento de créditos, pues bastaría observar el aumento de la moneda movable. Es evidente que tal tesis es demasiado sencilla y superficial para ser verídica.

El problema del grado en que los llamados medios de pago emitidos por los bancos, o sea los cheques, letras y giros, influyen en la formación de los precios, en comparación con la moneda misma, sigue siendo uno de los más difíciles, no admitiendo una solución completamente clara ni convincente, pues existen aquí diferencias y escalas que no se pueden calcular por métodos sencillos ni con ayuda de las matemáticas.¹¹

4. ¿Es posible dar de antemano e incluir en la definición una opinión sobre el grado en que se producirán las *consecuencias* del aumento excesivo de medios de pago, sea respecto al encarecimiento de los medios de pago extranjeros, sea en cuanto a la subida de los precios en el interior del país?

Se comprende que el problema es casi insoluble cuando se tiene en cuenta que la "teoría cuantitativa" no tiene validez *matemática*, sino que más bien señala solamente los grandes rasgos de desarrollo de las consecuencias; mientras que en la realidad casi nunca se ha manifestado un verdadero *paralelismo* entre el aumento de la cantidad del medio circulante, el encarecimiento de los cambios extranjeros y la elevación de los precios de las mercancías indígenas, de manera que, por ejemplo, un aumento de la circu-

¹¹ De este problema se ocuparon casi todos los teóricos y varios especialistas como Irving Fisher, Knut Wicksell, Gustav Cassel, J. Schumpeter, Adolf Wagner, Fr. v. Wieser, J. M. Keynes, E. W. Kemmerer, Carl Snyder, H. Neisser y otros.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

lación monetaria de 20%, produjese automáticamente una elevación de precios de 20%.¹²

Se ve que el conjunto de estos problemas es grande y complicado. No admite soluciones sencillas ni seguras. Sin embargo, se deberían conocer con exactitud estas soluciones antes de definir la inflación como “creación artificial y adicional de medios de pago y de crédito más allá de las exigencias del tráfico que se consideran como normales”. Pues se debería saber:

1. En qué punto *comienza* la creación *artificial*, o donde *terminan* las exigencias *normales* del tráfico.

2. Si se debe incluir en el concepto la moneda *metálica* o sólo el papel moneda.

3. Si y en qué extensión se deben incluir los *créditos* bancarios.

4. En qué *grado* un aumento de la cantidad del medio circulante produce una depreciación exterior e interna.

Como no conocemos las soluciones exactas (racionales) de éstos problemas me parece mejor evitar *en cuanto sea posible*, el concepto de “inflación”, que será siempre vago, por incluir y suponer todos los problemas mencionados e insolubles. Es por ello recomendable trabajar utilizando preferentemente como instrumentos de análisis otros conceptos más seguros, como “aumento de la cantidad de medio circulante”, “depreciación monetaria exterior que se manifiesta en los cambios”, “depreciación interior” o “disminución del poder adquisitivo”.

Es cierto que nunca será posible eliminar *completamente* el concepto de “inflación” que tiene una cierta fuerza de exposición, contiene implícitamente el núcleo de la teoría

¹² Véase sobre este punto: Adolf Wagner *Sozialoekonomische Theorie des Geldes und Geldwesens*, Leipzig, 1903, p. 693ss., G. Subercaseaux, *Le Papier Monnaie*, París, 1920 (en diversos lugares); A. Aftalion, *Monnaie, Prix et Change*, París, 1927, pp. 3-147 y Moll *La moneda*, 1938, p. 230ss.

DEPRECIACION MONETARIA E INFLACION

cuantitativa y presenta de un solo golpe la visión de una gran serie de fenómenos económicos y sociales conocidos como las *consecuencias* de un aumento excesivo de medios de pago. Sin embargo, para fines de análisis se recomienda, como acentué, trabajar en primer lugar con conceptos más modestos pero más concretos. Aplicando los últimos conceptos de depreciación, etc., se tiene, además, la ventaja científica de no anticipar la solución del problema de la causalidad, dejando momentáneamente de lado la pregunta de si la depreciación proviene de un aumento excesivo de *billetes*, etc., o, por el contrario, de factores que actúan del lado de las *mercancías*, por ejemplo, por disminución de la exportación y aumento de la importación de estas. Y siempre será justo no anticiparse a la solución de este problema que es uno de los más difíciles de nuestra ciencia.

Me parece que en este punto los economistas de preguerra se han guiado por un buen instinto. En la literatura alemana, por ejemplo, la palabra "inflación" no ha tenido gran difusión. A. Wagner¹³ en su cuidadoso análisis de las depreciaciones monetarias trabaja casi únicamente con los conceptos más objetivos: "aumento de moneda", "depreciación exterior" y "depreciación interior" o "disminución de poder adquisitivo". El gran *Handwoerterbuch der Staatswissenschaften* en su tercera edición (1909-11) ni siquiera contiene la palabra "inflación" a pesar de incluir muchos artículos valiosos y sistemáticos de varios autores sobre los problemas monetarios. El lector no especializado, podrá creer que la razón es que antes de la guerra mundial no se conocían verdaderas depreciaciones monetarias causadas por un aumento excesivo de la moneda. Recuérdense, sin embargo, las épocas de John Law, los *asignados* de la Revolución Francesa y el papel moneda de muchísimos países de Europa y Sudamérica en el siglo XIX. También las colonias

¹³ Véase la nota 12.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

inglesas y norteamericanas del siglo XVIII conocían muy bien la inflación estatal o fiscal, etc. Y, por último, es sabido que la *palabra* “inflación” se encuentra ya en los debates de los años 1865 y siguientes en Estados Unidos, existiendo el partido de los “Inflacionistas” y de los “Contraccionistas”.

En el idioma alemán se circunscriben nuestros conceptos por las palabras sencillas: *Geldevermehrung* (aumento del medio circulante), *Geldentwertung* (depreciación monetaria) y *Wertverminderung* (disminución del valor interior).

El grado de la inflación

La ciencia económica, especialmente en su ramo matemático trata de aprehender los fenómenos de la vida con el fin de establecer normas y, si posible, aún reglas generales que sirvan para la formación de una política económica justa. Desgraciadamente es característica de las matemáticas el no poder producir en general en este campo conocimientos nuevos, sino solo ilustrar los conocimientos económicos ya sabidos. La razón es que la vida económica, que produce el material de esta ciencia, es en casi todos sus aspectos demasiado compleja y multiforme para ser accesible a la formulación de reglas sencillas. Particularmente sostengo que las fórmulas que han establecido Keynes y otros para ayudar a la comprensión del fenómeno de la “inflación”, tienen muy poco valor para el conocimiento de lo que se entiende en la vida por tal fenómeno, sirviendo en cambio a las finalidades de una teoría muy peculiar de la coyuntura, adaptada a las condiciones económicas particulares de Inglaterra y Estados Unidos donde la “inversión” de capitales tiene una trascendencia preponderante, opuesta a la situación de los países más pobres.

Sin embargo, en lo que aquí nos interesa, sigue en pie el problema de hasta qué grado pueden hacerse afirmacio-

DEPRECIACION MONETARIA E INFLACION

nes *generales* sobre el contenido de las depreciaciones monetarias.

Todos conocemos el desarrollo de la famosa "inflación" alemana de los años 1919-23, más exactamente de 1914-23. Conocemos los fenómenos que se produjeron como consecuencia de la depreciación *adelantada*¹⁴ y que se manifestaron en primer lugar en el hecho de que la moneda perdió casi todas sus funciones elementales, las cuales se trasladaron a otras sustancias. Recordamos que la moneda dejó de ser medio de pagos, cediendo esta función a los productos de la naturaleza, o sea al trigo, a la cebada, al carbón, al dinero extranjero y al trueque natural. Por ejemplo, surgieron "empréstitos pagaderos en carbón, trigo, avena, etc." La moneda dejó de ser escala e indicador de los precios, cediendo a una unidad de cuenta ficticia, o sea al "marco oro" (el marco original de 1875). Además pareció indispensable una política de precios para impedir que los comerciantes, etc., abusaran del "velo de la inflación" para obtener precios de *usura*. Pero tal política, en parte fijando precios máximos absolutos, en parte decretando una relación entre el precio permitido y los costos, va en contra de ciertas reglas elementales de la teoría clásica del precio y siempre es imperfecta y fastidiosa, trayendo desventajas, contravenciones y nuevos problemas insolubles, igual que la política de divisas (control de cambio), también necesaria en tales períodos. Terminó la función de la moneda como medio de préstamo. Surgió la llamada "fuga hacia los valores sustanciales" llegándose a comprar mercancías inútiles con el fin de libertarse de la moneda de papel, que perdía su valor en las manos del tenedor. La población perdió, para muchos años, el sentido del ahorro. La especulación se difundió en una escala no conocida, extendiéndose a casi todos los círculos de la población que disponían regular u ocasionalmente de cantidades de moneda. En el comercio

¹⁴ Tratadas detenidamente en mi obra *La Moneda*, p. 240-259.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

exterior desapareció una de las bases sólidas del tráfico, o sea la moneda estable, convirtiéndose la moneda misma, o sea el equivalente que se entrega en la venta o compra, en objeto de especulación, y su valor osciló con una amplitud casi infinita. Se perturbaron las finanzas, y el fisco recibía ingresos cada vez menores. Un número creciente de extranjeros inundó el país para vivir con poco dinero de los dólares, coronas, etc., que trajeron consigo, incitando el furor del pueblo al comprar en gran escala tierras y productos del país que pagaban con un equivalente mínimo en moneda extranjera, mientras la mayoría de la población del país empobrecía.

Y por fin tuvo lugar la transformación radical en la distribución de la riqueza nacional y de las rentas, o sea la expropiación total de los rentistas y de todas las clases que vivían de dinero y de títulos pagaderos en dinero. Y por otro lado todas las clases llamadas productoras, o sea, los agricultores, propietarios de tierras, mineros e industriales, etc., vieron aumentar continuamente su participación en el producto y renta nacionales que les llegaba sin un aumento correspondiente de trabajo, expropiando poco a poco a los rentistas y a todos los que vivían de dinero o de títulos pagaderos en dinero. Unido a todo esto se observó una perturbación en la confianza, en el crédito, en la seguridad del derecho y la desaparición de la "moral mercantil". Si se pierde la fe en el valor del trabajo honrado ¿qué queda de los fundamentos de la economía, de la moral y del Estado, según todos los conceptos serios existentes?

Son estas las consecuencias que se manifestaron en Alemania en ese período crítico y que, hasta cierto grado, ya se habían manifestado durante las depreciaciones de otras épocas y otros países.

Pero surge la pregunta: ¿Hasta qué grado estos fenómenos son *típicos* y *generales*? Observamos, por ejemplo, que en una depreciación de más o menos el 20 ó 25% que

DEPRECIACION MONETARIA E INFLACION

se manifiesta en estos meses en el Perú, en la cotización del Sol peruano respecto del dólar norteamericano, no se presenta ninguno de éstos fenómenos desfavorables, aparte de un cierto grado de carestía, que se muestra sobre todo en los precios de los productos importados; mucho menos sensible, sin embargo, que por ejemplo en Chile, donde la depreciación y carestía están más adelantadas, aunque sin presentar la mayoría de las características alarmantes que vimos en Alemania. Pero ¿en qué puntos *empiezan* a manifestarse con claridad estos hechos? ¿Qué parte de su valor debe perder una moneda para experimentar los fenómenos alarmantes? No se puede saber. Y ¿cuáles de estos fenómenos son característicos e inherentes a la economía industrial *européa*, de modo que no se manifestarían, o sólo de manera menos clara, en un país joven agrario de *Latino-América*?

Tampoco es posible responder a esta segunda pregunta de manera segura ni general.

Me parece evidente que el profesor Kemmerer,¹⁵ en su descripción muy plástica de la inflación alemana, cita varios fenómenos refiriéndose a la situación de los obreros, que no son *típicos* de una depreciación monetaria, sino que son principal, o únicamente, consecuencia de la revolución política y social particular que tuvo lugar en Alemania desde 1918.

Sin embargo, me parece que la mayoría de los fenómenos mencionados en mi breve exposición anterior que sólo contiene los rasgos más destacados, serán *típicos* por manifestarse en toda depreciación avanzada de una moneda. Y uno de los mejores y más antiguos expertos en estos problemas, Adolf Wagner, dice en 1909 que él había examinado detenidamente el papel moneda degenerado en Austria y Rusia, y también había estudiado las épocas en que otros países habían tenido papel moneda, sacando como resultado que hubo diferencias de *grado* pero no de *principio*

¹⁵ Edwin Walter Kemmerer, *Money*, Nueva York, 1935, Macmillan.

DEPRECIACION MONETARIA E INFLACION

en los fenómenos que se presentaron en los varios países y épocas. Y es evidente que en la literatura de preguerra ya encontramos descritos y analizados muchos de los fenómenos que se manifestaron en Alemania, Rusia y otros países europeos después de la primera guerra mundial.

Sigue siendo insoluble el problema del *grado*. Como consecuencia de la insolubilidad de este problema, tampoco es posible decir más que aproximadamente desde qué punto de depreciación será posible aplicar el método impopular hoy día de la “contracción” del medio circulante y de la “deflación”, a fin de restablecer la estabilidad. Es sabido que este método se aplicó con éxito en Estados Unidos después de la Guerra Civil, a pesar de que la valuta estuvo pasajeraamente depreciada hasta un tercio de su valor nominal. Tal procedimiento fué posible en un país rico y relativamente joven, mientras que el mismo método aplicado en un país viejo y más pobre podrá producir las peores consecuencias económicas y sociales.

Aquí se manifiesta, con un ejemplo concreto, la multiplicidad ya mencionada de la vida económica real.

El juicio de valor

No es extraño que los juicios éticos de valor sobre los fenómenos de depreciación monetaria y disminución del poder adquisitivo presentados por distintos autores, diverjan mucho; sin embargo, la divergencia no es tan grande como parece a primera vista. Por ejemplo, no recuerdo haber encontrado jamás elogios a los últimos períodos de la inflación alemana de 1919-23, que, por el contrario, todo escritor serio presenta como un fracaso económico, una terrible catástrofe económica y social. A pesar de ello, en el juicio sobre las consecuencias *sociales* en esta materia ya hay divergencias de criterio. Mientras yo, como se ve en mi breve resumen anterior de

DEPRECIACION MONETARIA E INFLACION

esas consecuencias, acentúo los perjuicios que más se destacaban en un círculo de opinión que correspondía a aquellas esferas sociales alemanas de que yo mismo procedo, a consecuencia de todo lo terrible que he visto, hay otros, también alemanes, que acentúan el punto de vista del deudor y especialmente del campesino, que, de un solo golpe, se libertó de unas deudas “injustas” que databan de varios decenios, al restituir el capital adeudado en moneda depreciada y pudiendo respirar por primera vez con libertad. Y llama la atención que J. M. Keynes en su *A Tract on Monetary Reform*, 1923¹⁶ califique la inflación alemana solamente de “exagerada”, diciendo que “en un mundo empobrecido es peor provocar la desocupación que desilusionar al rentista”.

Sin embargo, a pesar de las posibles divergencias de opinión por el distinto énfasis que se da a los mismos hechos, hay gran unidad de opinión sobre los pésimos efectos del desarrollo de los acontecimientos monetarios de Alemania y de Rusia, y hasta cierto grado de algunos otros países Europeos durante ese período.

Otra es la situación científica con respecto a las depreciaciones de *pequeño* grado. Aquí lo curioso es que según un concepto difundido, el de los reformistas de la moneda, tales depreciaciones, como las devaluaciones voluntarias¹⁷ de la última década, se consideran como fenómenos representativos de un sistema monetario nuevo y mejor.

Lo ingenioso de este “sistema”, según la opinión de sus partidarios, estriba, en primer lugar, en la ventaja para los exportadores, los agricultores e industriales del país cuya moneda se deprecia, debido a la diferencia entre el valor de esta moneda y la extranjera, que conserva el que tenía.

¹⁶ Londres, 1923, p. 40, MacMillan.

¹⁷ En mi libro *La Moneda*, p. 270-78, traté detenidamente la pregunta difícil de hasta qué grado las devaluaciones de los años 1931-36 fueron voluntarias y arbitrarias.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

En cuanto a los círculos productores, estos pagarán sus materias primas y los salarios de los obreros en moneda depreciada, mientras que al vender sus productos al extranjero, los cobran en moneda de valor completo.

He demostrado detenidamente en otro lugar¹⁸ que hay más o menos ocho razones, por las cuales se sobreestima tal ventaja.

En parte la ventaja no existe de antemano, en parte es pasajera, compensándose por muchos factores, y finalmente sólo es válida para un sector de la población, perjudicando al otro, que es su mayoría.

En suma, se puede decir que a este respecto las ventajas de la depreciación, no parecen compensar las desventajas:

1. Especialmente, una exportación efectuada a precios bajos (con el fin de vencer la competencia de otros países) equivale a regalar una parte de las exportaciones al extranjero.

2. Inversamente, al pagar las importaciones (por ejemplo, las máquinas y otros productos extranjeros) se entregará, en proporción a la depreciación monetaria, una parte creciente de la moneda propia o, lo que es lo mismo en el fondo, un monto creciente de mercancías y trabajo del país.

3. No se puede evitar a la larga el círculo vicioso. Subirán poco a poco los precios de las materias primas y los salarios, porque los obreros, etc., no podrán comprar con la moneda depreciada la misma cantidad de víveres y mercancías que antes, y exigirán, y conseguirán de vez en cuando, aumentos de salarios.

4. Y si poco a poco los demás países siguen también el camino de la depreciación monetaria, se perderá la ventaja que siguió a la diferencia respecto del valor de las monedas de otros países. Y cuando no siguen otras depreciaciones o

¹⁸ *La Moneda*, pp. 278-282.

DEPRECIACION MONETARIA E INFLACION

devaluaciones, los demás países combaten la ventaja en la exportación con otras medidas, como el control de cambio, restricciones de importación, o represalias (introducción de contingentes de importación y tarifas adicionales).

Aun hay más correctivos y pueden ponerse otros reparos a la opinión de que la depreciación protege la exportación.

No se debe olvidar que la política inflacionista, al crear artificialmente primas de exportación, no beneficia, en el caso más favorable, más que a una clase de la población, a la interesada en la industria de exportación, mientras la mayoría, la generalidad de los consumidores, sufre las desventajas, o sea, la disminución de su poder adquisitivo.

Las depreciaciones y devaluaciones son siempre medidas arbitrarias y sospechosas al economista sólido; simpáticas en cambio a los interesados y a los reformistas de la moneda y a todos los que quieren a cualquier precio ser paradójicos e “ingeniosos”, propicios a todo lo “nuevo”, sea bueno o malo.

No hay aquí espacio para hablar detenidamente de lo falso de esta última idea.

Sin embargo, el problema de hasta qué punto se pueden colocar las últimas depreciaciones y las devaluaciones “voluntarias” en el mismo nivel que las “inflaciones” anteriores, ya es otro asunto.

La dificultad de juzgar acertadamente sobre el problema parece proceder de que:

1. El *pequeño* grado de estas depreciaciones no permite conocer, por lo menos con claridad, todas las consecuencias malas descritas en mi resumen anterior. No se trata de “catástrofes económicas y sociales”, sino todo lo más de ciertas modificaciones y dificultades que se presentan a la economía y la población.

2. De que sólo en pocos casos (como en Estados Unidos en 1933-34) es posible conocer clara y terminantemente las

EL TRIMESTRE ECONOMICO

verdaderas *intenciones* y *motivos* de los gobiernos y administraciones monetarias. Para estos parece la táctica más prudente callarse, como se hizo en unos países de Suramérica en los últimos años. No se decía nada temiendo provocar por anuncio de la posición u opinión oficial, la oposición de un sector de la población (de los consumidores o de los exportadores). En este caso, cuando la administración monetaria no da ningún programa oficial la población ni siquiera sabe con seguridad en qué grado el hecho de la baja de la moneda es *intencionado* o *casual*; queda la posibilidad de que la depreciación se produzca en contra de la intención del Gobierno. Y como no se sabe con seguridad cómo se desarrollará el estado de la moneda en el futuro, es muy difícil que el público y aun los expertos adopten una actitud definida.

Con estas notas hemos llegado al problema fundamental que se ha de tratar, o sea al problema de la causalidad.

La causalidad

Es un fenómeno observado en casi todos los casos de papel moneda degenerado que, *durante* la depreciación y disminución del poder adquisitivo, las personas interesadas—según el caso los representantes de los gobiernos mismos, de los Bancos Centrales, los exportadores, los productores, y también los banqueros—trataron de explicar la depreciación señalando únicamente las oscilaciones pasajeras de la balanza comercial y la balanza de pagos.

Encontramos este fenómeno en el período de la *Bank-restriction* en Inglaterra en 1917-1821,¹⁹ en la inflación alemana 1919-23 y lo vemos actualmente en todos los países que muestran una depreciación monetaria.

¹⁹ Es sabido que Ricardo en los debates de 1810 sobre las causas de la depreciación de los billetes opuso a la opinión de los directores de los Bancos el punto de vista de que no basta señalar las cifras de la balanza comercial, afirmando que la causa primaria era un aumento excesivo de la cantidad de billetes.

DEPRECIACION MONETARIA E INFLACION

Por otro lado, hay casi unanimidad en la literatura sobre los fenómenos del papel moneda degenerado, respecto a que las causas de las depreciaciones, etc., fueron casi siempre las emisiones de papel moneda como consecuencia de las exigencias estatales para hacer guerras y para cubrir gastos de cualquier índole que excedieran de la capacidad fiscal del país.

En suma, la argumentación de la teoría de la balanza de pagos parece convincente a primera vista, puesto que se reconoce por todas las teorías, que hay—al lado de las causas más profundas—oscilaciones *pasajeras* de las cotizaciones que se explican de esta manera. Es claro que, por ejemplo, tanto un saldo absolutamente desfavorable como un desarrollo menos favorable y pasajero de la balanza comercial, en un país relativamente joven, con una economía sencilla, significará un déficit en la cantidad de divisas necesarias. Cuando en un país agrícola de Suramérica no se puede vender una parte importante de sus productos, digamos su algodón, es evidente que este hecho tendrá un efecto desfavorable para el estado de su valuta. Y parece claro que esta situación *puede ser pasajera*, sin tocar a la larga la estructura económica y financiera del país.

Muy favorecida en los círculos mencionados es la afirmación de que la especulación tiene muchísima importancia a este respecto; en el interior del país de que se trate por pagar precios elevadísimos con el fin de adquirir divisas extranjeras, y en el exterior por venderse la moneda de papel del primer país, por ejemplo por razones políticas, en grandes cantidades, deprimiendo así la cotización.

Es cierto que casi siempre existirá en cierta medida tal especulación. Sin embargo, la pregunta es si este fenómeno obrará como causa principal o sólo secundaria cuando se produzca un gran aumento de la cantidad de billetes.

Contemplemos, volviendo a otro ejemplo, la situación de Alemania, durante y después de la primera guerra mundial,

EL TRIMESTRE ECONOMICO

tal como se presenta para los partidarios de la teoría de la balanza de pagos: disminuyó la producción de mercancías que pudieron exportarse, a consecuencia del cambio producido por la guerra en esos ramos de la producción, por falta de mano de obra, por el bloqueo inglés y por otras razones. Por otro lado, el volumen de las importaciones siguió siendo relativamente grande, debido de las exigencias de la guerra. Disminuyeron, a consecuencia del dictado de Versalles, las bases de la producción de materias primas, por pérdida de partes del territorio, mientras la demanda de víveres y materias primas subió. Se siguieron importando en gran escala artículos de lujo, y aumentó la “evasión de capitales” al extranjero. Por un lado Alemania tuvo que pagar, entre otros gastos similares, los de ocupación de su territorio por los ejércitos aliados. Por otro lado por muchas razones conocidas los ingresos procedentes del extranjero fueron escasos.

En esta situación, así dijeron los círculos oficiales alemanes, se exportaron grandes cantidades de papel moneda a fin de liquidar el saldo de la balanza de pagos, siendo la consecuencia el alza de las cotizaciones de las divisas extranjeras, de manera que la balanza comercial y la de pagos parecieron la causa principal de la depreciación monetaria. Y, visto sólo desde este ángulo el aumento enorme del medio circulante que se iba produciendo paulatinamente durante los años 1919-23, parece como un hecho secundario, necesario para dar al Gobierno y a los círculos productores la posibilidad de comprar las divisas extranjeras y para pagar los productos del país, cuyos precios subieron a consecuencia de la subida de las divisas, etc.

Sin embargo, surge el problema de si es justificado explicar las depreciaciones monetarias primero y únicamente por la balanza comercial y la de pagos, o sea por el “lado de las mercancías”.

El problema más *general*, del que nuestra pregunta es

DEPRECIACION MONETARIA E INFLACION

sólo un caso particular, es esta: si una alteración concreta del valor del dinero, expresada en los cambios extranjeros, o que se manifiesta en una alteración del nivel de los precios, arranca originaria y principalmente del lado de la *moneda* o del lado de las *mercancías*.

Como acabo de exponer, es costumbre de los prácticos, de los productores, los comerciantes y banqueros y de los gobiernos explicar todos los fenómenos respectivos desde el punto de vista de las *mercancías*.

En cambio es costumbre de algunos teóricos (Keynes, Irving Fisher, etc.) y de los reformistas de la moneda, arrancar unilateralmente del lado de la moneda, suponiendo *sin darse cuenta*, 1º que hay una causalidad unilateral en el sentido de que el nivel de precios siempre es una función de la cantidad de moneda, 2º que se puede influenciar el nivel de precios fácil y mecánicamente por manipulación de la moneda, 3º que el nivel de los precios es el barómetro de la buena o mala manipulación monetaria.

Estos dos conceptos, el de los prácticos y el de los teóricos y reformistas, son unilaterales.

Se debe comprender que el problema casi nunca es soluble en sentido científico estricto, pues casi nunca se pueden eliminar las *causas* de una alteración del valor de la moneda. Tenemos estadísticas de la inflación alemana con las cantidades del medio circulante, tenemos estadísticas de las cotizaciones y de los precios, de los distintos períodos y fechas, pero ya no tenemos cifras completamente fidedignas del valor de las importaciones y exportaciones de períodos *anuales* que no deberían calcularse en una moneda cuyo valor cambia diariamente, y nunca tenemos más que cálculos vagos del estado de la llamada *balanza de pagos*. Hay otros factores de inseguridad. Pero debemos contestar, sin fijarnos en detalles, a la pregunta de si es probable que la causa principal de la gran depreciación alemana fuera el mal estado de la balanza comercial y la de pagos y de si no

vino el impulso principal de las *Finanzas*, del *Presupuesto*, de los *Gastos* públicos, cuyo crecimiento enorme exigió el funcionamiento de la prensa de billetes; y al hacer estas preguntas nos enfrentamos con la segunda posibilidad de explicar el fenómeno, o sea la “teoría de la inflación”.

Por lo general esta teoría dice que por lo menos las depreciaciones monetarias que *duran* varios años no suelen provenir de alteraciones pasajeras de la balanza, es decir, que no tienen sus raíces en el mercado de *mercancías*, sino que vienen del lado de la *moneda*. Aplicada al fenómeno alemán la teoría dice:²⁰ La causa principal de la depreciación monetaria fué el fuerte aumento de los medios de pago. La primera razón para crear poder adquisitivo adicional fué el presupuesto estatal. Alemania tuvo que pagar simultáneamente: 1º Las cargas indirectas de guerra exigidas por los aliados. 2º Los demás gastos derivados de la guerra (por ejemplo, pensiones a los mutilados e inválidos). 3º Los costos de una nueva política social que rebasaban el marco de la política social ya existente y que fueron impuestos por el poder de los sindicatos obreros y por la nueva opinión pública. 4º Los gastos de una reforma radical de la organización de las finanzas y de algunos otros ramos de la administración estatal. Fué imposible pagar estas sumas con los impuestos, ni tampoco, en la mala situación de la post-guerra, con deudas consolidadas—por lo menos para un país vencido, y al mismo tiempo bajo la presión de los aliados y de la propia población, que insistió en la ejecución de las reformas sociales—. En esta situación los Gobiernos alemanes se procuraron los recursos necesarios por medio de la prensa de billetes. Para velar este procedimiento se evitó emitir un papel moneda estatal, más

²⁰ Véase también Eucken *Ob. cit.*, p. 37, Cassel presenta fundamentalmente el mismo concepto en *Das Geldproblem der Welt*, I, 1922. Agregó que esto es uno de los pocos problemas monetarios con respecto al cual estoy de completo acuerdo con Cassel.

DEPRECIACION MONETARIA E INFLACION

bien el Banco Central emitió billetes a base de bonos de tesorería. Estos bonos se consideraron (desde 1914) como medios de *cobertura*, junto con una reserva oro, cuya cantidad y relación con los demás activos cambiaba. En el fondo fué una falsedad considerar estos bonos de tesoro como medio de cobertura, pues en la enorme cantidad que se emitieron no representaban verdaderos títulos frente a las fortunas y recursos del Estado y de la economía. Fueron una cobertura meramente “en el papel”, no materialmente. Sin embargo es moda difundida en todo el mundo cubrir en parte los billetes con bonos de tesorería u otras deudas del Gobierno, que en el fondo, frecuentemente, ni son completamente líquidas ni seguras. Es característico que, en nuestra época, donde se manifiestan en todos los ramos de la vida fenómenos típicos de una decadencia económica y moral, los gobiernos de casi todos los países quieran ejercer una intervención creciente sobre sus Bancos Centrales. Aun en Francia, país relativamente fuerte en el aspecto financiero y económico, en junio de 1929 los créditos estatales en el Banco Central subieron a 30% del contingente de billetes y si estos estuvieron cubiertos hasta el 75% con oro, fué sólo por aplicación de un precio nuevo y más elevado del oro, una operación dudosa que corresponde a una política monetaria no muy sólida, debilitando las reservas.

Vemos que según esta versión la primera causa de la depreciación alemana fué el aumento de la emisión de billetes de Banco a base del crédito estatal. Una segunda fué la extensión de los créditos bancarios, provocada por el bajo nivel del tipo del interés (descuento) del Banco Central en favor de los círculos productores.

Parece seguro que el enorme aumento de los billetes, emitidos a base de los bonos de tesorería y de los créditos bancarios, a consecuencia de letras entregadas para descontar, provocaron una subida de las cotizaciones de moneda

extranjera, como también, poco a poco, una subida de los precios en el interior del país.

Aplicando el concepto expuesto en mi teoría del valor final²¹ se puede decir que en vista del aumento creciente de la moneda, poco a poco desapareció la confianza del público. Desapareció la creencia en que el Estado podría cumplir un día con sus deberes (no escritos) de mantener estable el valor de la moneda, garantizando así la posibilidad de convertir de algún modo esta moneda, sea en oro, o en bienes o en servicios valiosos, dando al tenedor de la moneda la última satisfacción real.

Animados por los mayores créditos, los empresarios, tratando de comprar más materias primas y de colocar obreros, pagaron precios y salarios más elevados. Subieron los precios de los productos. Para comprar estos productos más caros los obreros debieron tener salarios más altos. Y de esta manera el aumento de los salarios fué la causa del aumento del precio de los productos, y este aumento, a su vez, fué causa del aumento de los salarios, etc., hasta el infinito: el círculo vicioso. Vemos que hay efectos recíprocos de manera que no se puede decir si los salarios o los productos fueron la causa primaria. Y al parecer, tampoco se puede saber hasta qué punto el aumento de los billetes fué la *causa* principal de todo el desarrollo, o si sólo fué *consecuencia* de que se necesitaron nuevos billetes para poder pagar precios y salarios elevados.

Pero la evidencia de tal desarrollo no nos impide formarnos una opinión sobre cuáles fueron en suma las causas principales:

Al parecer fueron el presupuesto y los créditos bancarios.

²¹ *Logik des Geldes*, Munich y Leipzig, 1^a ed. 1916, 3^a ed. 1929. *La Moneda*, Lima, 1938, pp. 49s., 219s., 232.

DEPRECIACION MONETARIA E INFLACION

Walter Eucken, en su notable obra,²² ha tratado de demostrar detenidamente que esta opinión es la justa, defendiéndola contra varias objeciones. Su exposición, contiene muchos detalles que hoy sólo tienen, en su mayor parte, un valor histórico y muy especial; sin embargo, parece que la teoría de la inflación tiene razón frente a la teoría de la balanza de pagos²³ por acentuar el punto más esencial. Y el mismo concepto me parece válido para la mayoría de las depreciaciones tanto pasadas como actuales. Es completamente secundario a este respecto que, históricamente, en la "inflación" alemana el valor exterior de la moneda (que se manifestó en la subida de las cotizaciones) fuera casi siempre, durante los varios períodos, más *bajo* que el valor interior (que se manifiesta en la disminución del poder adquisitivo de la moneda, o sea, en la subida de los precios de las mercancías). Pareció que la subida de los precios de las mercancías siguió a la depreciación de la moneda en el exterior. En latín se dice: *Post hoc, non propter hoc*. El solo hecho de que la subida de los precios de las mercancías pareció el fenómeno *posterior*, no dice nada sobre las causas profundas de los dos fenómenos. Aquí se muestra sólo, como ha acentuado G. F. Knapp con cierta razón, que la moneda del país en el exterior tiene un *precio* (cotización) mientras en el interior sólo tiene un poder adquisitivo, siendo unidad de valor, "inalterable" hasta cierto grado. Es natural que las fuerzas que se oponen a la variación de este poder adquisitivo de la moneda en el interior sean más fuertes que aquellas que obran frente a las perturbaciones del valor exterior; pues en el mercado de moneda y cambios, la moneda no es sino una mercancía, cambiando casi diariamente la cotización. Por ejemplo, en Perú en este

²² *Kritische Betrachtungen zum Deutschen Geldproblem*, Jena, 1923.

²³ Véase la crítica excelente de la teoría de la balanza de pagos por A. Aftalion *Monnaie Prix et Change*, París, 1927, pp. 251s., una de las obras modernas mejores y más importantes sobre teoría monetaria.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

momento el fenómeno de una cierta depreciación del Sol peruano frente al dólar, etc., es más claro y evidente que la carestía que se manifiesta sólo en una parte de los precios de mercancías.²⁴

Quien guste de los análisis puede clasificar las teorías acerca de las causas del “cambio” más o menos como el esquema de Aftalion (*Monnaie, Prix et Change*, París, 1927), de la siguiente manera: 1º La teoría que parte de la depreciación del “cambio”: teoría de la balanza de pagos. 2º La que parte del aumento de la moneda: teoría cuantitativa. 3º La que parte del nivel de los precios: teoría de las paridades de poder adquisitivo y 4º La teoría psicológica que arranca de las reacciones del público frente a la moneda.

Es evidente que la teoría cuantitativa, 2ª de este esquema, aplicada cuidadosamente, es nuestra teoría de la “inflación”; de la teoría de las paridades de poder adquisitivo, 3ª, no me ocupé en este artículo por haberlo ya hecho detenidamente en mi libro *La moneda* (pp. 283-92). Señalo a este respecto que desde 1916 representé en la literatura (*Lógica de la moneda*, Munich y Leipzig, I ed.) una teoría *psicológica*, con la que tiene algunos rasgos afines la exposición posterior de Aftalion. Estoy convencido que toda teoría psicológica debe contener como elementos, en una combinación apropiada, también las dosis justas de las otras teorías, dando la misma solamente el marco de la comprensión, mientras que en cuanto a nuestro problema de la depreciación queda un núcleo importante de la segunda teo-

²⁴ No satisface la teoría representada por varios autores (en Alemania, por ejemplo, por Lexis, Art. “Papiergeld” en: *Handwoerterbuch der Staatswissenschaften*, 3a. ed., t. vi, p. 993.) de que “la causa duradera e inmediata” del valor exterior del papel moneda (cambio) es la balanza internacional de pagos, mientras que la causa del valor interior (de la elevación, etc., de los precios de las mercancías) es la cantidad de papel moneda. En la realidad hay, como demostré en varios lugares de mi libro *La moneda*, (pp. 239, 288-90), efectos recíprocos y complejos. Y, así, sería un error explicar la depreciación que se manifiesta en el “cambio”, durante una inflación adelantada únicamente por la balanza de pagos, descuidando el factor cuantitativo.

DEPRECIACION MONETARIA E INFLACION

ría, que, naturalmente, no puede aplicarse de manera mecánica.

Conclusión

Sin poder demostrar con pruebas completamente concluyentes esta tesis, que forma una de mis convicciones fundamentales en el campo de la economía monetaria, me contento con enunciar las siguientes notas:

1. Por razones metodológicas que no puedo exponer en este artículo detenidamente, no es posible investigar con toda seguridad las *causas* de los fenómenos en ningún campo económico.

2. Por esa razón casi siempre habrá por lo menos *dos* opiniones acerca de los problemas monetarios y especialmente con respecto a la causa de las depreciaciones y disminuciones del poder adquisitivo de las monedas.

3. La teoría de la balanza comercial y de pagos casi nunca será completamente falsa, pero a menudo será superficial, insuficiente, tratando de los factores y causas del momento, descuidando en cambio las causas profundas y *duraderas*. En la realidad, además, siempre habrá efectos recíprocos, de manera que el aumento del medio circulante, etc., influirá sobre la balanza de pagos y viceversa.

4. Como la mayoría de los hombres son superficiales, satisfará esta explicación más superficial.

5. A los representantes de los Gobiernos les gusta explicar todas las depreciaciones monetarias refiriéndose a la balanza de pagos, porque esta explicación parece libertarles de toda responsabilidad: la culpa principal no parece de la política financiera del gobierno, sino de la situación económica, causada en gran parte por factores del extranjero (como, por ejemplo, la "maldita especulación") que no se pueden dominar.

EL TRIMESTRE ECONOMICO

6. A los exportadores les gusta sostener que el fenómeno de la depreciación es pasajero y sin trascendencia, puesto que conviene a estos círculos que no se toque la raíz del mal, para no perder la ventaja de la prima a la exportación.

7. Cuando se admite que las causas más profundas de la depreciación no están del lado de las mercancías, sino del lado de la *moneda*, puede resultar, de vez en cuando en casos concretos, que la *contracción* del medio circulante y de los créditos sea la mejor forma de terminar con la depreciación. Pero esta medida es odiosa a los círculos productores y, en general, también a los obreros, los cuales son los primeros perjudicados privada y pasajeramente por el procedimiento de la "deflación", que tiende a restringir el volumen de los créditos y el grado de la ocupación. Por esta razón les parece mejor no discutir el problema principal, consolándose con la idea de que se trata de irregularidades *pasajeras* de las balanzas que se corregirán por sí mismas.

8. Sin embargo, el punto más importante parecen ser las *consecuencias* o sea las *conclusiones* que se deben sacar de la explicación teórica de las depreciaciones, etc. Y aquí se hace patente la importancia de nuestro problema, y de la exposición anterior, en la práctica y la política monetaria y económica.

Es evidente que no parece necesario, ni aún conveniente, tomar medidas frente a una depreciación *pasajera*, causada por un empeoramiento de las balanzas económicas; parece que en este caso el reajuste se producirá *automáticamente*, mejorando en otro año el estado de la balanza comercial y de pagos, por ejemplo, por el aumento de la exportación, terminando la causa pasajera del empeoramiento.

Así, es probable que una mala cosecha que empeore la calidad del algodón y lo haga invendible, no se repetirá

DEPRECIACION MONETARIA E INFLACION

en igual extensión al año siguiente. En este caso lo mejor parece esperar; táctica muy favorecida por todos a quienes parece incómodo ocuparse de las causas profundas del fenómeno.

Cuando se trata de causas aparentemente no tan pasajeras, siempre obrando del lado de las balanzas, se podría pensar en mejorar la situación por subvenciones a la exportación y por derechos aduaneros destinados a restringir la importación, y hasta en decretar prohibiciones, por ejemplo, de las importaciones de artículos de lujo.

Por un control de cambios se puede combatir la evasión de capitales y restringir la importación de mercancías. Pero es evidente que a menudo se curan los *síntomas* y no la raíz del mal al adoptar tales medidas poco simpáticas. Pero cuando hay probabilidades de que la causa de la depreciación y disminución del poder adquisitivo de la moneda sea el aumento excesivo de los billetes, entonces sólo hay una medida: terminar con este aumento; sea por el camino más frecuente de la devaluación, cuando la depreciación ya está muy adelantada, o eventualmente por el camino de la deflación (contracción) cuando se trata de una depreciación insignificante y cuando los demás factores parecen favorecer este procedimiento más raro que puede seguirse en un país relativamente rico, con finanzas que se pueden regular sin excesivas dificultades, con gran fuerza tributaria, o que tenga posibilidad de levantar empréstitos que produzcan grandes sumas, y donde existan relaciones internacionales con países que tienen sus valutas en un nivel correspondiente al que se quiere conseguir por la deflación. En mi libro *La Moneda* he tratado más detenidamente la aplicación y las consecuencias de estos dos métodos.

Para concluir, podemos aconsejar a los estadistas y a las personas responsables de la política monetaria de los países: cuando una depreciación dura varios años existe siempre la sospecha de que las causas no sean sólo las osci-

EL TRIMESTRE ECONOMICO

laciones de la balanza comercial y la de pagos, sino un aumento de la cantidad de billetes y créditos y, en último término, muy a menudo la política financiera del país. Es cierto que para un sabio o experto monetario y financiero es cosa fácil resolver éstos problemas. No es él quien tiene que luchar contra la masa descontenta de los desocupados, ni tiene la responsabilidad de mantener un volumen suficiente de armamentos. Sin embargo le incumbe dirigir la mirada del estadista responsable a las verdaderas causas del mal. De lo contrario puede suceder lo mismo que al médico, cuando el paciente muere de tuberculosis mientras se curaba solamente la tos.