

# UN FRENO A LA INFLACION

J. PRADOS ARRARTE

Buenos Aires

**E**N la política monetaria dominante hasta el presente, no se disponía de instrumentos especiales para hacer frente a la inflación sin ocasionar perjuicios considerables, es decir, sin llevar la economía a un proceso peligroso de deflación. El movimiento del tipo del interés fué hasta hace poco el elemento clásico de acción. Su funcionamiento era el siguiente: al elevarse el interés y restringirse la concesión de préstamos, se actuaba en un sentido doble sobre la situación económica; de un lado, se precipitaba la liquidación; de otro, se hacía menos conveniente la producción de nuevo capital físico o la acumulación de grandes existencias de bienes. En estas condiciones, la elevación del tipo de interés, en condiciones normales, tendía a reducir la capacidad de compra de un país, frenando la inflación.

En los últimos años, la política del interés comenzó a substituirse —en parte— por las *open market operations*, o sea, las operaciones en el mercado abierto. De acuerdo con este sistema, los bancos centrales vendían títulos públicos en los momentos de expansión de la capacidad de compra y los compraban cuando querían inyectar dinero en el mercado. El procedimiento tenía ciertas ventajas, pues era bien posible que los bancos o el mercado de dinero no reaccionaran debidamente ante los movimientos del interés, en tanto que las operaciones del mercado abierto aseguraban la retirada de poder de compra. Ambas medidas se utilizan actualmente, pero se da mayor peso a las operaciones en el mercado abierto.

Considerando que la acción sobre el interés y las operaciones en el mercado abierto eran insuficientes para oponerse a la inflación durante la guerra, John Maynard Keynes propuso un plan en el

## EL TRIMESTRE ECONOMICO

Reino Unido<sup>1</sup> para imponer un "ahorro forzado", que consistía en términos generales en abonar parte de los salarios con bonos de consumo diferido. El plan estaba proyectado para la emergencia actual y pretendía simplemente obtener la mayor cantidad de fondos para el gobierno, es decir, financiar la guerra, paralizando al mismo tiempo la inflación.

Es muy posible que el plan de Keynes deje de ser en el futuro una medida de emergencia y que se emplee regularmente como un instrumento de la política de control del ciclo económico. En efecto, autoriza a reducir la capacidad de compra de la colectividad, expansionándola más adelante cuando se haga necesario. Sin embargo, ha de tropezar con ciertas dificultades sociales, pues no parecerá justo en momentos normales reducir la capacidad de compra de las masas precisamente más pobres de la población, a pesar de que se equilibre un tanto la situación con un movimiento paralelo de las tasas del impuesto a las utilidades. Buena prueba de ello es que el plan de Keynes se aplica conjuntamente con una fijación de precios máximos y un racionamiento del consumo de productos alimenticios conseguidos, en parte, por medio de amplios subsidios gubernamentales. Se asegura así el mismo nivel de vida para los consumidores pobres y se les entrega, además, suplementos en la forma de bonos de consumo diferido. De volverse en la postguerra a una organización liberal de la economía sin subsidios ni racionamientos, el plan de Keynes no parecerá muy acertado, salvo que se conjugue con movimientos muy importantes en las tasas del impuesto a las utilidades en las escalas superiores, como ya se ha dicho. Este hecho dificultaría, sin duda, la formación de nuevos capitales.

Parece, pues, importante analizar si no existe algún otro sistema para reducir la capacidad de compra en período de paz, sin las complicaciones que ha de plantear el plan de Keynes. La extensión

<sup>1</sup> Véase *How to Pay for the War*, Macmillan, 1940. Londres.

## UN FRENO A LA INFLACION

de las operaciones en el mercado abierto a límites desconocidos en el presente sería la mejor solución, sin los inconvenientes que plantean los programas de obras públicas. Estos no actúan como preventivo del mal, sino como medio de curación. Si se inicia un período de deflación, el plan de obras públicas trata de oponerse a ella expansionando la producción; si amenaza la inflación, las autoridades reducen casi a cero el programa de obras públicas. Puede apreciarse que esta política exige que la inflación o deflación se manifiesten primero, antes de ponerse en práctica el remedio, motivo por el cual difícilmente ha de tener éxito o efectuarse con la intensidad conveniente. El programa de obras públicas puede resultar insuficiente o excesivo, pues es casi imposible calcular con exactitud sus repercusiones indirectas. Además, hay ciertas obras que no pueden abandonarse en el momento oportuno, por motivos de índole técnica.

Descartada, pues, la posibilidad de regular la política monetaria a través de planes como el de Keynes, o con las obras públicas, parece que podría ponerse en acción un plan más eficaz y que actuara directamente sobre las raíces del mal sin los conflictos políticos y sociales de un plan de consumo diferido, ni la incertidumbre del plan de obras públicas. Se adoptaría la siguiente norma de acción: efectuar operaciones con títulos públicos en el mercado, dirigidas directamente al público, en el volumen y en la intensidad necesaria para hacer desaparecer la capacidad de compra excesiva o para inyectar nuevo dinero. Cuando se iniciara la inflación y se dilatará la capacidad de compra, se emitirían títulos públicos destinados no a subvencionar las necesidades del gobierno, sino simplemente a retirar dinero del mercado; cuando la reducción de la capacidad de compra así lo aconsejara, el estado compraría de nuevo esos títulos.

La justificación teórica del plan es que en los momentos de inflación los empresarios reciben mayores créditos para estimular la producción y la adquisición de stocks de lo que justifica la situación,

## EL TRIMESTRE ECONOMICO

debido a que el interés real del dinero es inferior a la tasa de equilibrio. Esta explicación teórica se debe al economista sueco Knut Wicksell,<sup>2</sup> quien ha demostrado que el interés que exigen los bancos en los momentos de inflación no equipara el ahorro con la inversión, sino que hace superior la segunda. En la deflación sucede lo contrario. Con un sistema que actuara sobre el ahorro y sobre los depósitos de los bancos podría disponerse de un freno poderoso y seguro contra los movimientos de la inflación.

Al iniciarse la expansión de la capacidad de compra, se emitirían títulos públicos negociables en la bolsa, pero no susceptibles de ser caucionados en los bancos, en la cantidad necesaria para absorber los excedentes de dicho poder de compra. La emisión se efectuaría con un interés nominal de acuerdo con el mercado, pero con un interés efectivo que permitiera colocar exactamente la totalidad de la emisión. Los particulares y empresas decidirían así el tipo de interés necesario para reducir su consumo, o sus inversiones en otras actividades, que anularían el exceso de capacidad de compra. La retirada del dinero del mercado se haría, pues, en forma completamente voluntaria y sin necesidad de imponer normas de forzoso cumplimiento a los bancos o a los consumidores. El resultado de estas medidas sería que no se realizarían otras inversiones que aquellas cuyo rendimiento efectivo fuera superior al de los nuevos títulos lanzados al mercado (a igualdad de riesgos), y que se anularía gran parte del consumo adicional permitido por la expansión de la capacidad de compra.

Iniciado el proceso de deflación, los títulos se recogerían de la circulación mediante amortización. Se devolverían así automáticamente al mercado las cantidades necesarias de poder de compra.

Este es el plan en líneas generales; presenta, naturalmente, ciertas dificultades técnicas para su aplicación, que se discuten brevemente en los párrafos siguientes.

<sup>2</sup> Véase *Lectures on Political Economy*, publicado por la Escuela de Economía de Londres. Además, *Geldzins und Güterpreise*.

## UN FRENO A LA INFLACION

En primer lugar, cabe preguntar si el plan no podría utilizarse como un instrumento de los gobiernos para llevar a cabo una política propia. Este inconveniente se solucionaría fácilmente sometiendo las decisiones a normas automáticas. El nivel del ingreso nacional, de los precios mayoristas y de los depósitos y billetes en manos del público, pongamos por caso, expresan perfectamente los movimientos de inflación y deflación. Podría establecerse estadísticamente la tendencia secular del primer y tercer factor determinando que en caso de producirse una desviación superior a un 2% sobre dicha tendencia secular, que no apareciera justificada por cambios estructurales como el perfeccionamiento de la técnica en la producción, la utilización de distintos sistemas de pagos, etc., entraría en acción el correctivo consistente en la emisión o retirada de los títulos. De ser excesiva la intensidad de la acción o de ser insuficiente, los resultados se apreciarían claramente en la práctica, por subsistir la expansión o contracción de los depósitos, del ingreso nacional o del nivel de precios mayoristas, aconsejándose nuevas intervenciones. El diagnóstico sería, pues, bien preciso y alejado totalmente de consideraciones políticas.

También se plantea el problema de la naturaleza del organismo encargado de dirigir esta política; podría quedar a cargo de un departamento autónomo del Ministerio de Hacienda o del banco central. Cualesquiera de estas dos soluciones asegura una administración conveniente.

Decíamos anteriormente que los títulos se emitirían en el mercado a un interés efectivo tal que asegurara su colocación. Naturalmente esto comporta ciertas pérdidas para el estado, por lo cual el tipo de la emisión debería calcularse con sumo cuidado. En principio, la utilización de un consorcio colocador sería necesario. Las emisiones se harían por licitación pública cuidando que las cantidades totales de cada una no fueran excesivas. De esta forma podrían corregirse en las siguientes emisiones los defectos observados en las anteriores. La mejor solución sería quizá efectuar regular-

## EL TRIMESTRE ECONOMICO

mente emisiones por distintos importes cada 15 días, manteniendo así un contacto constante con el mercado. Los títulos serían susceptibles de cotización y enajenación en la bolsa, y el banco central podría regular en lo posible su valor, con objeto de que el costo del plan fuera mínimo.

Los bancos que formaran parte del consorcio colocador se obligarían a que los títulos no cayeran "en manos flojas", como se hace ya en la práctica en varios países. Los servicios de estos institutos serían especialmente valiosos para conseguir suscripciones de los inversores más modestos, para lo cual podrían emitir participaciones en estos papeles por distintos importes.

Otro problema que se plantea de inmediato es el de la amortización de los valores. La solución que se propugna parece un tanto complicada, pero creo que es la única que aseguraría el éxito. Como los títulos se adquieren a distinto valor del nominal, si se amortizaran pocos meses más tarde por su valor escrito suministrarían ganancias indebidas a los inversores que, en resumen, pagaría el estado. El propio mercado corregiría en parte esa situación, a través de las licitaciones de títulos; sin embargo, es necesario encontrar algún medio para resolver la dificultad. El mejor procedimiento parecería el siguiente: los títulos dispondrían de una doble amortización; una regular como la que tienen todos los valores públicos, y otra especial. Esta última, que es la que serviría para recogerlos del mercado e inyectar nuevo poder de compra cuando así fuera necesario, podría efectuarse también por una nueva licitación, es decir, amortizar hasta una cantidad determinada de títulos a quienes los ofrecieran en mejores condiciones.

Es indudable que con este sistema se daría pábulo a una gran especulación sobre los valores públicos; pero eso no es un inconveniente sino una gran ventaja, pues atraería a inversores de todas las clases sociales que, en último extremo, podrían esperar la amortización regular por su valor nominal.

La especulación sería, además, necesaria para garantizar la acción

## UN FRENO A LA INFLACION

del plan. En efecto, no es imposible que en un movimiento de gravísima deflación se resistieran los particulares a entregar sus títulos, no acudiendo con ellos a las licitaciones de amortización, por temor de no encontrar otras posibilidades de inversión del mismo rendimiento. Los límites de tal inconveniente estarían fijados por el interés de los depósitos a plazo fijo en los bancos, pues si la renta del importe amortizado de los títulos depositados a plazo fijo fuera mayor que el interés de dichos títulos, no habría quien dudara en ofrecer sus valores a la amortización voluntaria para situar en los bancos el dinero obtenido. Esta solución es la extrema, a la que no sería necesario llegar. En efecto, no hay que olvidar que las Cajas de Jubilaciones y ciertos organismos públicos disponen en sus carteras de títulos en cantidades astronómicas. Podrían comprometerse a venderlos cuando se lo ordenara el banco central, depositando el importe en los bancos. Dado que comprarían los títulos por un valor efectivo inferior al que percibían en la amortización, se compensarían los mayores rendimientos de los capitales de las cajas en los años de inflación con los menores en los años de deflación, no mucho más pequeños, puesto que aumentarían sus capitales y, por lo tanto, sus rendimientos en la próxima ola expansionista. Pronto comprenderían los particulares la nueva situación de cosas y la venta de títulos de los organismos públicos se haría cada vez menos necesaria. De otro lado, el gobierno podría asegurar a las cajas un rendimiento fijo a lo largo del tiempo para sus capitales nominales, encargando a un fideicomisario la administración de sus valores y embolsándose los beneficios. Todo esto no es, sin embargo, esencial al plan.

El hecho de que los valores públicos alteraran con frecuencia sus cotizaciones no es tampoco un grave problema. La amortización regular, tal como se practica, hoy en día, se encargaría de asegurar el valor para los inversores que podrían esperar ese momento. Si quisieran vender durante la inflación tendrían que hacerlo a bajas cotizaciones, con lo cual habría un freno a la transformación de los

## EL TRIMESTRE ECONOMICO

títulos en dinero; en cambio, durante la deflación obtendrían cotizaciones elevadas.

Naturalmente, las alteraciones del valor de los títulos no serían demasiado profundas una vez iniciado el plan y acostumbrado el público y la especulación a las nuevas modalidades. La intervención del banco central en la bolsa, con su masa de maniobra, reduciría también considerablemente las oscilaciones. Con objeto de evitar que los inversores modestos tuvieran que hacer frente a graves pérdidas, parece útil crear institutos (o utilizar los servicios de Montepíos y bancos de préstamos u otros organismos análogos) para permitir la caución de los títulos bajo condiciones especiales que resolvieran los casos de grave necesidad, definidos taxativamente por ley. Como durante la deflación los títulos valdrían más, no se manifestaría ningún problema para que los interesados pudieran venderlos, pues siempre encontrarían compradores a buen precio, o podrían liquidarlos en las amortizaciones por licitación del banco central, sin sufrir pérdidas. En la inflación cabría utilizar el remedio apuntado, amortizándose lentamente los valores caucionados en las instituciones *ad hoc*.

Parece indudable que la inversión en títulos públicos no sería líquida durante la expansión de capacidad de compra, mientras que lo sería en grado sumo cuando se manifestara un proceso de contracción, pues se amortizarían los valores en este caso. No parece que ello fuera un inconveniente. Al contrario, los valores públicos serían así la inversión de ahorro por excelencia y dispondrían, además, de la gran ventaja de ser susceptibles de liquidarse de inmediato para iniciar nuevos negocios industriales, tan pronto como se iniciara la época de las "vacas flacas". De ahí quizá que las empresas adoptaran la política de invertir parte de sus reservas en títulos cuando el banco los lanzara al mercado, ganando así intereses mayores que destinando esos fondos a la compra de nuevo utillaje; iniciadas las amortizaciones extraordinarias por el banco,



## UN FRENO A LA INFLACION

venderían los valores, invirtiendo el importe en la ampliación o modernización de sus instalaciones.

El plan resultaría bastante costoso, pues el gobierno tendría que abonar intereses y perdería en la amortización extraordinaria de los títulos; pero si se tienen en cuenta las sumas ingentes gastadas en obras públicas improductivas con objeto de dar término a la depresión y lo que ha costado el subsidio al desempleo en todos los países de Europa y América, los millones destinados a esta finalidad serían los mejor empleados de todos, puesto que asegurarían trabajo para toda la comunidad a menor costo que cualquier otro de los sistemas.

Además, no hay que olvidar que, una vez inaugurado el plan con carácter de permanencia y dado que su acción sería constante, bastarían cantidades bien pequeñas para rectificar los aumentos o disminuciones del poder de compra. Los ahorros e inversiones tenderían también a guardar un mayor paralelismo, pues la política de los bancos sería ampliamente rectificada por emisiones o amortizaciones de los títulos a tipos de interés más próximos al de equilibrio. Los institutos de crédito observarían cuidadosamente el mercado de licitaciones, orientándose en consecuencia.

El costo del plan es bastante importante. No podría, pues, aplicarse sin una política muy conservadora en los presupuestos nacionales, tratando de evitar el déficit. La costumbre de varios países americanos de considerar la emisión de títulos como un recurso ordinario, es incompatible con la puesta en práctica de una política de tal naturaleza. Sin embargo, una vez eliminado el armamentismo —como todos esperamos que ocurra al fin de esta gran conflagración— y siendo innecesarias también las obras públicas para crear trabajos, sería mucho más sencillo nivelar los presupuestos y no contraer nueva deuda pública sino para las necesidades verdaderamente extraordinarias y para la puesta en práctica del plan procedente.

El problema más complicado es el que se deriva de las emisiones

## EL TRIMESTRE ECONOMICO

de deuda para los gastos extraordinarios. ¿Serían papeles de la misma clase que los utilizados para regular la corriente de capacidad de compra? En principio parece que sería bien difícil establecer diferencias entre ambas clases de títulos. El total de las emisiones estaría pues constituido por las necesarias para regular el mercado de dinero y para sufragar los gastos extraordinarios, pero el estado podría obtener fondos a corto plazo con objeto de evitar dificultades de Tesorería no emitiendo sino en vista de la situación monetaria.

La idea doctrinal que sirve de premisa de este plan no es otra que la de la política cíclica independiente. Se ha analizado el problema como si se tratara de un país aislado del resto del mundo. La coordinación del plan con la mayor libertad de comercio y de movimientos de capitales entre países no puede conseguirse sin un proyecto internacional de estabilización que contemple operaciones similares realizadas por un banco internacional. Algunos de estos principios se encuentran en el proyecto del técnico norteamericano White,<sup>3</sup> favorecido en principio por el gobierno de ese país, aunque no con la extensión y amplitud debidas para hacer posibles medidas de esta índole en cada uno de los países y en el mundo en su conjunto.

Este plan es, pues, susceptible de aplicarse nacional o internacionalmente, aunque su coordinación entre países requeriría normas diferentes cuyo estudio sería objeto de otro artículo.

<sup>3</sup> Ver *El Trimestre Económico*, vol. x, n. 3, octubre-diciembre de 1943, pp. 598-629.