

# MONEDA ADMINISTRADA FRENTE A PATRÓN ORO\*

BENJAMIN M. ANDERSON

Existe en la actualidad un grupo de economistas sobradamente preparados, encabezados por el brillante inglés J.M. Keynes, que se opone a la vuelta a un patrón oro internacional. Esta escuela fundamenta su posición sobre la teoría cuantitativa del dinero. Denuncian al patrón oro como una bárbara reliquia y sostienen que un papel moneda administrado constituye el ideal científico. Esta escuela argumenta que el valor del oro es altamente inestable, mientras que es posible lograr un papel moneda inconvertible con un valor fijo mediante las manipulaciones en la cantidad de dinero y el crédito bancario. Las manipulaciones propuestas se llevarían a cabo a través de diversos instrumentos, en especial las *variaciones en el tipo de descuento* por parte de los bancos centrales de emisión, *operaciones en el mercado abierto* de dichos bancos y una *política coordinada por parte del Tesoro Público* a la hora de endeudarse y reembolsar los créditos. Con estos procedimientos se pretende, no sólo regular los precios, sino también la coyuntura industrial y de los negocios, eliminando así los altos y bajos que se considera son debidos a las variaciones en el índice de precios.

Estas teorías son a la vez, falsas y peligrosas. Representan una forma refinada y disimulada de *greenbackismo*, esto es de la escuela partidaria del papel moneda. Dichas teorías son difíciles de refutar en el caso de que la teoría cuantitativa del dinero sobre la que se

---

\* Esta es la primera traducción al español debida a José Ignacio del Castillo, del artículo «Gold Standard vs Managed Currency» de B.M. Anderson publicado originariamente en 1925 en el *Chase Economic Bulletin* y reproducido como monografía n.º 36 por el CMRE (P.O. box 1630, Greenwich Connecticut 00638)

asientan, sea cierta. Los cuantitativistas que se oponen al papel moneda, lo hacen, no tanto argumentando que el proyecto sea imposible si se hace bien, sino debido a que políticamente es difícil de llevar a cabo de forma adecuada, siendo más seguro confiar en el oro que creer en los políticos —¡un punto de vista por cierto, que no siempre tiene aceptación en los círculos de la política!—. Además no son pocos los defensores de la vuelta al patrón oro y que se oponen a los puntos de vista de esta escuela, que aceptan muchas de las ideas de la misma en lo referente a la posibilidad de estabilizar los precios, incluso en un régimen de patrón oro, mediante la manipulación del mercado monetario. Puesto que casi siempre que la teoría cuantitativa del dinero, es aplicada a la política monetaria y crediticia crea ilusiones y es dañina, es necesario tratar estos asuntos con seriedad, poniendo de manifiesto lo falaces que son los principios que subyacen a esta escuela.

### **La teoría de una moneda administrada**

La doctrina de los defensores de la moneda administrada puede resumirse en los siguientes puntos:

1.— El oro como dinero es, más o menos, una bárbara reliquia. Es innecesariamente caro. Su valor es demasiado inestable y debe ser reemplazado por medio de papel moneda inconvertible cuya estabilidad es competencia de cada país, utilizando para ello una forma de manipulación u otra.

2.— El papel moneda no necesita ser convertible. Basta con que la autoridad emisora regule su cantidad, adecuándola de forma precisa al volumen de comercio. Si esto se consigue, los precios se mantendrán estables.

3.— Puesto que el crédito bancario constituye la mayor parte del circulante a través del cual se lleva a cabo el comercio en el mundo moderno, es necesario tenerlo tan en cuenta como a la propia moneda. Sin embargo, el volumen del crédito bancario también puede ser regulado a través de variaciones en el tipo de descuento, por medio de operaciones de mercado abierto llevadas a cabo por el

banco central, a través de variaciones en el endeudamiento público y en su reembolso y por medio de la regulación de la cantidad de moneda en su sentido más estricto, parte de la cual constituye la reserva para atender los depósitos bancarios.

4.— Los tipos de cambio entre dos países son consecuencia de los niveles de precios respectivos. Si los precios suben en el país A, pero permanecen constantes en el país B, el tipo de cambio se hará más desfavorable para A. Un país que desee mejorar su balanza de pagos puede optar por bajar sus precios domésticos o persuadir al país con el que comercia para que aumente los suyos. Sin embargo, un país con papel moneda que tenga tratos con otro que conserve un patrón oro arcaico puede mantener estable su nivel de precios mediante manipulaciones y enviar el oro al otro país, forzando así subidas de precios allí. De esta forma mejorará su balanza de pagos con el referido país.

5.— Todas las variaciones en los precios se explican en términos de variaciones en las cantidades de dinero y crédito bancario por una parte, y las variaciones en el número de intercambios o volumen de comercio, por el otro. (Algunos partidarios de esta escuela aceptan que existen otras causas que pueden afectar a los precios, pero mantienen no obstante, que es posible controlar y mantener estables los precios a través de manipulaciones en el dinero y el crédito, eliminando así las otras causas que pueden afectar a los precios).

6.— Los altos y bajos en la actividad comercial, los fenómenos de auge, crisis y depresión son causados por las variaciones en el volumen de dinero y de crédito. Una política de control del crédito y del circulante, eliminaría las fluctuaciones económicas y lograría mantener la estabilidad en la actividad y los precios.

7.— Un país debe escoger entre la estabilidad de su tipo de cambio y la estabilidad de sus precios domésticos y sus negocios. Un país con un papel moneda inconvertible, sí mantiene estables sus precios interiores, no puede mantener estable su tipo de cambio con los países que sigan teniendo al arcaico oro como moneda. Por tanto, debe escoger entre la estabilidad interna o la externa. En esta disyuntiva debe preferirse la interna. Debe optarse por precios

internos estables y tipos de cambio fluctuantes. Sin embargo, como forma de reducir las fluctuaciones del tipo de cambio, el líder de esta escuela propone que el banco central del país con papel moneda, compre y venda oro a un tipo de cambio temporalmente establecido y que varíe cada cierto tiempo, cuando el nivel de los precios en oro del extranjero cambie tanto, que el banco concluya que es necesaria una modificación del cambio para conseguir la estabilidad de los precios domésticos. Por tanto, las modificaciones en el tipo de cambio deben realizarse con la misma presteza y disposición que las variaciones en el tipo de interés.

### **Economía quiropráctica**

La economía es una ciencia complicada. Los fenómenos económicos son complejos y están interrelacionados. La teoría del valor y de los precios no es sencilla. Una verdadera teoría del valor debe fundamentarse en el estudio de la naturaleza humana, de la psicología social, de las instituciones, del funcionamiento de los mercados, de los procesos industriales, de las relaciones comerciales incluidas las internacionales, así como de los fenómenos del dinero y del crédito.

La explicación concreta de movimientos de precios particulares debe tener en cuenta todos estos numerosos factores, no sólo en general, sino uno a uno. Así, una vez los cambios pueden producirse por una serie de causas y otra vez, por otra serie de causas distintas. La cuestión de si una determinada serie de precios es estable o, por el contrario es probable que cambie repentinamente, no puede ser contestada sin hacer previamente un cuidadoso análisis del equilibrio en la industria. Las cuestiones de las cuentas públicas son a menudo importantes en lo relativo a los precios y en cambio en otras ocasiones, pueden ser ignoradas. No existe una fórmula sencilla que lo cubra todo. Se requiere un estudio de la realidad guiado por un adecuado cuerpo de principios teóricos comprensivos.

Sin embargo, la teoría cuantitativa del dinero pretende abarcar todo esto por medio de una sencilla fórmula. Uno de los defectos

de la teoría cuantitativa del dinero es que tiende a ahogar el análisis real y a ignorar la reflexión. Al ver unos precios altos en 1919-1920 y al ver la expansión del volumen de dinero y crédito, la mayor parte de los teóricos cuantitativistas consideraron que todo el asunto estaba explicado. El problema estaba resuelto. No se requería pensar más. Muchos de ellos declararon confiadamente que nos encontrábamos en una plataforma superior de precios de forma permanente. No hicieron distinción entre los fenómenos que afectaban a los precios en los países con patrón oro y en los países con regímenes de papel moneda inconvertible. No extrajeron ninguna diferencia cualitativa. No prestaron ninguna atención al inmenso desarreglo en el comercio internacional ni vieron nada anómalo en el hecho de que los EE.UU., que ya era un país acreedor, continuase presentando un exceso de exportaciones, cuando de haber existido unas condiciones normales, debería haber recibido un excedente de importaciones. El colapso de la industria europea, la compra a crédito por parte de Europa de todo aquello que el mundo le vendía, sin límite de cantidad o precios — todo esto recibió escasa atención en su análisis. El dinero y el crédito se habían expandido, los precios eran altos, luego el fenómeno estaba explicado. ¿Para qué investigar más?

Pero los fenómenos no se explicaban con este argumento y las predicciones fundamentales de la teoría cuantitativa del dinero se hundieron cuando los precios cayeron un 44 por ciento en los EE.UU. entre los años 1920 y 1921, con caídas correspondientes en otros lugares del mundo. El autor se ha hartado de leer análisis escritos durante este periodo por los miembros de esta escuela y no ha encontrado la mínima referencia a los factores industriales y comerciales, centrándose todo el énfasis sobre los precios por un lado y el dinero y los depósitos bancarios por otro.

El fracaso de las predicciones de la teoría cuantitativa de 1919-20 en 10 que a precios se refiere, parece haber tenido muy poco efecto sobre la confianza que en sus teoría tienen los miembros de esta escuela. Entre mayo de 1920 y diciembre de 1924, la cantidad de oro en los EE.UU. aumentó un 73 por ciento y los depósitos a la vista de sus bancos se incrementaron en un 14 por ciento. Sin embargo,

el índice de precios al por mayor de las mercancías descendió durante este periodo un 37 por ciento. Durante este mismo periodo se produjeron cambios en el dinero, el crédito y los precios en Gran Bretaña que la teoría cuantitativa del dinero es incapaz de explicar. La moneda, el crédito y los precios en Francia, mostraron incluso mayores desviaciones de los principios de la teoría cuantitativa. Sin embargo, enfrentados a estos hechos, los miembros de esta escuela siguen diciéndonos que una regulación adecuada de la moneda y del crédito es capaz de mantener estable el nivel de precios. Deberíamos preguntarles ahora ¿Cuánto habríamos necesitado aumentar nuestras reservas de oro y en cuánto tendríamos que haber incrementado el volumen de depósitos bancarios y con qué imposible mecanismo tendríamos que haber llevado a cabo dichos incrementos, para conseguir que en los EE.UU., los precios de diciembre de 1924 tuvieran el mismo nivel que en mayo de 1920?

En EE.UU. existe una escuela de sanadores conocida como la «escuela quiropráctica». Parece que esta escuela centra su atención en la espina dorsal, tratando de restablecer la salud, el equilibrio y la estabilidad del organismo por medio de manipulaciones en la misma.

No es una caricatura establecer un paralelismo entre esta escuela quiropráctica de sanadores y una escuela económica que centra su atención exclusivamente en el dinero y el crédito bancario y que propone estabilizar y normalizar toda la actividad industrial mediante las manipulaciones de los mismos.

Algunas enfermedades son enfermedades de la espina dorsal. El raquitismo es una de ellas. Sin embargo, creo que se cura, no mediante la manipulación de la columna, sino a través de aceite de hígado de bacalao, ácido fosfórico y baños de sol. También existen enfermedades del dinero y del crédito. El papel moneda es un dinero enfermo. Se cura mediante su convertibilidad en oro acompañada con presupuestos equilibrados y unas finanzas públicas ortodoxas.

Los préstamos que se conceden con insuficiente respaldo de activos y los créditos bancarios que financian inversiones ilíquidas constituyen enfermedades del sistema crediticio. Los tipos de

redescuento por debajo del nivel de mercado y la compra excesiva de papel por parte del banco central en el mercado abierto, son enfermedades del sistema crediticio. Todas ellas pueden hacer un daño enorme a la situación general de la industria y contribuir a la inestabilidad de los precios. Pero no hay manipulación del dinero por grande que sea, que pueda evitar que el sistema de precios se vea fuertemente alterado por una gran guerra que corrompa la vida industrial y las finanzas públicas, ni ninguna regulación de la cantidad de dinero y crédito puede corregir los males de un dinero cualitativamente podrido o de unos créditos cualitativamente defectuosos concedidos con insuficiente respaldo de activos o para financiar inversiones ilíquidas.

Ni en medicina, ni en economía es posible aceptar un único principio que sirva para explicar todo o como guía para la acción.

### **Estabilidad interna frente a estabilidad externa**

Mr. Keynes establece una acusada separación entre la estabilidad interna y la externa. Sostiene que el patrón oro contribuye a la estabilidad externa, es decir a la estabilidad en el tipo de cambio. Por otra parte, con una moneda administrada se conseguiría la estabilidad interna, esto es, la estabilidad en el índice promedio de precios, renunciando a la estabilidad en los tipos de cambio como algo malo y hostil para la estabilidad interna. Keynes entiende que es mejor dejar que los tipos de cambio suban y bajen en que permitir la caída o el ascenso de los precios internos.

Considero que esta distinción es completamente falsa. Creo que a largo plazo, la estabilidad en el mercado de divisas contribuye de forma vital a la estabilidad interna. Los mercados son mucho más estables cuando una gran parte del mundo comparte un patrón oro, cuando una gran parte del comercio mundial se desarrolla bajo un sistema de precios y valores igual, que cuando cada uno intenta ir por su cuenta en lo que a moneda y precios se refiere. La escasez de bienes en un lugar es compensada mediante los excedentes de otro. Los movimientos de bienes de un mercado a otro, que corrigen los

desequilibrios, no se ven impedidas por la fluctuación de los cambios. Al no existir éstas ni las incertidumbres correspondientes, tampoco se bloquean los movimientos de capital entre mercados que sirven para corregir las diferencias entre tipos de interés y no se interfiere la influencia continua de las diferentes tendencias provenientes de las diversas partes del sistema.

Bajo el sistema propuesto por Keynes, los desequilibrios pueden durar más y ser mucho más amplios que con un patrón oro. Cuando se demuestra que no hay mercado para ciertas industrias y los precios comienzan a caer, es posible sostener nominalmente los precios y los créditos que sobre ellos se sustentan, mediante una bajada en el tipo de cambio, lo que posibilita que la totalidad del país apueste a favor de una eventual mejora en los mercados internacionales, con la esperanza de que se manifieste una recuperación en el cambio si dicha mejora se produce. Un país puede seguir esta senda durante un prolongado periodo, soportando el estancamiento económico y engañándose a sí mismo sobre la no necesidad de reajustes interiores. Esto no es un supuesto hipotético. Es algo que ha ocurrido realmente.

El modelo que separa los tipos de cambio por un lado y el nivel interior de precios por otro, es completamente falso. Los tipos de cambio afectan de forma vital al precio de todos los artículos que conforman el comercio internacional. Un movimiento adverso en el tipo de cambio, eleva de forma prácticamente inmediata el precio de los bienes importados y a menudo, muy rápidamente el de los que son objeto de exportación. Estos cambios inciden sobre todo el sistema de precios — en especial en el caso de aquellos países en los que el comercio internacional representa una parte importante de su actividad total. Por tanto, las amplias fluctuaciones en los tipos de cambio, introducen inestabilidad en todo el sistema de precios internos y, en vez de facilitar el cálculo empresarial, lo hace más difícil y engorroso.

Por último, la concepción que subyace en esta teoría, de lo que significa estabilidad, es errónea. La esencia de la estabilidad es el equilibrio y la proporción. Una situación industrial es estable cuando se producen los bienes adecuados en las cantidades adecuadas

que demandan los mercados, de forma que se igualan oferta y demanda y la producción puede seguir un curso normal al producirse el vaciado regular de los mercados. Bajo el sistema de precios, el mecanismo para lograrlo no consiste en la planificación estatal de un gobierno socialista, sino en la fluctuación de los precios en mercados libres. Si se produce demasiado de un bien y demasiado poco de otro, el precio del bien escaso, sube y el del sobreabundante, baja. Entonces, el trabajo y el capital tienden a desviarse de la elaboración del bien producido en exceso hacia la fabricación del bien escaso. El precio en aumento, hace que se frene el consumo del bien escaso, el precio descendente del bien superabundante incentiva su consumo. Se restablece el equilibrio. La estabilidad real en el comercio internacional se alcanzará cuando todo el mundo esté equilibrado. No es posible alcanzar la estabilidad en un país que tiene un importante comercio internacional hasta que en todo el mundo se haya restablecido algo parecido al equilibrio. Una inteligencia infinita con un poder infinito quizás pudiera conseguirla. La inteligencia humana tal y como hoy la conocemos, no puede conseguir dicho equilibrio con la planificación gubernamental. No existe forma de alcanzado salvo el mecanismo de los mercados.

Sin embargo, la maquinaria del mercado ha venido funcionando de forma imperfecta en los últimos doce años. El funcionamiento benéfico del sistema de precios exige una moneda sana en la que la gente confíe. Una moneda inestable y los tipos de cambio inestables desbaratan y pervierten el mecanismo. Si los precios suben debido a que sube el valor de los bienes, o bajan porque desciende éste, el sistema funciona y sobre la producción se producen los efectos arriba apuntados. Sin embargo, si los precios suben a causa de la depreciación monetaria o por una caída del tipo de cambio, se produce una situación diferente, en la que la especulación tiende a sustituir a la producción. Los precios en ascenso ya no desincentivan el consumo. Más bien, la gente al esperar que la moneda valga todavía menos en el futuro, tiende a gastarla hoy cuando todavía puede comprar más de lo que espera poder comprar en el futuro. Cuando los precios suben por estas causas, lo que se incentiva no es la economía sino el despilfarro.

Bajo el sistema de patrón oro, una balanza de pagos adversa hacía caer el tipo de cambio hasta el punto del oro, frenando así las importaciones y aumentando las exportaciones. Sin embargo, cuando se abandona el oro y no existe un ancla para el tipo de cambio, una tendencia descendente de éste, hace en realidad que aumenten las importaciones y se frenen las exportaciones. Los exportadores razonan que les interesa retener sus exportaciones hasta que los tipos de cambio caigan aún más y puedan así venderlas cuando los precios denominados en su moneda, sean más altos.

Por tanto, el plan de Keynes de asegurar la estabilidad interna renunciando a la externa, es esencialmente una falacia. En vez de esto, lo que conseguiría al tolerar la inestabilidad externa sería crear una gran inestabilidad interna. Es falsa la antinomia tipo de cambio-precios. Keynes contempla los precios internos en bloque, en vez de ver las interrelaciones entre los mismos. Si bien no ignora por completo las funciones que las variaciones en los precios tienen a la hora de guiar y controlar la industria y de preservar el equilibrio económico, no alcanza a ver que estas funciones sólo pueden ser desempeñadas de forma adecuada cuando el sistema de precios se asienta sobre el fundamento de una moneda sana y sólo cuando los tipos de cambio son mantenidos dentro de estrechos límites.

Un país que adoptase deliberadamente la política propuesta por Keynes intentando mantener estables sus precios por medio de variaciones en los tipos de cambio y que determinase su política cambiaría comparando los niveles de precios interno y externo, se vería sometido a violentos movimientos de capital entre su mercado monetario y el mercado de divisas. Los especuladores estarían anticipando los movimientos en los tipos de cambio con mayor impaciencia y tensarían y relajarían el mercado monetario mediante el movimiento de sus fondos, indiferentes a la política del banco central.

Si los extranjeros, anticipando una caída de la libra, toman posiciones cortas en esterlinas, vendiéndolas en descubierto, girando contra sus cuentas en Londres o tomando prestado de los bancos londinenses, tensarán el mercado monetario de Londres, a pesar de que no se estén produciendo salidas de numerario. De igual forma, las copiosas ventas de bonos ingleses en la Bolsa de Londres harán caer los precios

de los mismos, elevando así el tipo de interés del capital a largo plazo. Además, los comerciantes londinenses, anticipando una caída de la libra, se apresurarán a cancelar sus deudas con el extranjero antes de que suba en Londres el precio de las divisas, incrementando con ello la presión sobre los bancos londinenses. Finalmente, la previsión de una caída de la libra, haría aumentar la solicitud de préstamos en Londres para toda clase de propósitos por parte de los extranjeros, puesto que siempre resulta beneficioso endeudarse en una moneda cuya depreciación se espera. Efectos contrarios se producirán cuando lo que se anticipe sea una apreciación de la libra.

En el caso de que el banco central intentase mitigar estas fluctuaciones a través de la política propuesta por Keynes consistente en establecer temporalmente precios fijos de compra y venta de oro, el banco quedaría a merced de los especuladores. Estos comprarían o venderían de un día a otro según sus intereses, anticipando la probable evolución de los tipos fijados por el banco central de acuerdo con la variación en el índice de precios. Una caída previsible en el tipo de cambio sería una señal para la masiva retirada de oro del banco. En momentos críticos el banco podría fácilmente verse privado de todo su oro, lo que introduciría nuevos e incalculables efectos psicológicos negativos en una situación ya de por sí maltrecha. Además, en dicha situación probablemente no se vería auxiliado como de costumbre por otros bancos extranjeros al tener éstos miedo de confiar su dinero a un país que previsiblemente fuera a rebajar el equivalente en oro de su moneda. Difícilmente se obtendrá la estabilidad interna de precios con medidas de este tipo — e igualmente es difícil creer que el promedio de precios puede mantenerse estable en medio de tal inestabilidad en la industria y el mercado monetario. Así se tambaleará todo el fundamento del proyecto keynesiano para alcanzar la estabilidad interna e incluso el fundamento de sus teorías. Keynes propone asegurar la estabilidad de los precios internos mediante el control del mercado monetario por parte del banco central y el Tesoro público. Sin embargo, con su plan, el mercado monetario estaría a merced de los especuladores en divisas y de las transferencias de capital entre el mercado doméstico y los mercados extranjeros.

### **Papel moneda: La teoría de los banqueros frente a la teoría cuantitativa**

Históricamente han existido dos teorías sobre la naturaleza del papel moneda y las causas que gobiernan su valor. Podemos distinguir esas teorías como 1/ la teoría del crédito o la teoría de los banqueros y 2/ la teoría cuantitativa. La teoría del crédito o de los banqueros referente al papel moneda dice lo siguiente:

El verdadero dinero es un trozo de metal precioso, oro o plata (principalmente el oro en el mundo moderno). Normalmente dicho pedazo lleva un sello del estado, pero el sello no es más que una forma de certificar o atestiguar el peso y la pureza. Si la moneda contiene menos peso del que indica el sello del estado, ésta se cambia según su peso, no según su denominación. Normalmente la gente aceptará el sello oficial como evidencia suficiente del peso y de la pureza. El viejo J.P. Morgan dio expresión a esta forma de ver las cosas cuando testificó ante el Comité Pujo, con su famosa frase «El oro es dinero y nada más». No hay duda de que para J.P. Morgan la distinción entre las monedas de oro y el oro en barras carece de importancia, mientras que la distinción entre oro y papel moneda es vital.

Desde este punto de vista, el papel moneda es meramente una promesa —la promesa de un gobierno o un banco emisor de pagar a la vista una cantidad de oro de un peso y pureza determinados. Mientras se cumpla dicha promesa, el papel mantendrá el mismo valor que el oro en el que es convertible. Cuando deja de cumplirse la promesa, el papel va al descuento. La magnitud de este descuento depende de las expectativas del mercado en relación con la posibilidad de y el momento en que vuelva a ser convertible. Si el mercado no duda de la futura convertibilidad y ésta se difiere meramente poco tiempo, el descuento será leve. Si el mercado considera incierta la futura convertibilidad o que ésta se producirá en un futuro remoto, el descuento será grande.

De acuerdo con esta teoría, si la autoridad emisora de papel moneda establece una fecha futura exacta en la que volverá a reanudar la convertibilidad, y si el mercado cree en el cumplimiento

de dicha promesa, el valor del papel se fijará de acuerdo con el tipo de descuento correspondiente al tiempo en el que el tenedor del billete haya de esperar para obtener su oro; el papel moneda, igual que cualquier pagaré descontado que se acerca al vencimiento, irá aumentando de valor semana a semana y mes a mes.

De acuerdo con esta teoría, cualquier circunstancia que afecte al crédito del estado o del banco emisor, se reflejará inmediatamente mediante una apreciación o depreciación del papel moneda. Entre las circunstancias que afectarían al crédito de la autoridad emisora estaría el volumen de papel en circulación, pues una cantidad mayor será más difícil de atender que otra menor. Pero el volumen de papel moneda existente sería solamente uno de varios factores, y es perfectamente posible de acuerdo con esta teoría que, un aumento importante de la cantidad de papel moneda se vea acompañado por un incremento de su valor, si existen otros factores en relación con el crédito del gobierno o del banco emisor que hacen más probable o cercana la perspectiva de la convertibilidad. También según esta teoría, una cantidad de papel moneda que sea convertible, tendrá un mayor valor que una cantidad menor de papel moneda inconvertible.

La teoría rival sobre el papel moneda sostiene que el valor del mismo viene determinada por la cantidad existente considerada junto con la velocidad del dinero y el volumen del crédito que se determinan de forma independiente. La cuestión de si el papel es o no convertible, no tiene nada que ver en tanto se mantenga invariada la cantidad. El papel moneda no deriva su valor de ser convertible. La moneda de oro no deriva su valor del metal del que está hecha. Un representante de esta señaló en una afirmación generalmente aceptada la esencia de esta posición: «Resumidamente, la teoría cuantitativa mantiene (con una velocidad de circulación y un volumen de comercio invariables) que si aumentamos el número de dólares, bien sea redenominando las monedas, rebajando su contenido o incrementando la acuñación o por cualquier otro medio, los precios subirán en la misma proporción. Lo esencial es el número y no el peso. Este es un hecho que diferencia al dinero del resto de bienes... si se sustituye el dinero en circulación consistente en 1.000.000 de unidades monetarias de un determinado peso por

1.000.000 de unidades con un, peso distinto, el valor de cada unidad permanecerá constante»» Para la teoría cuantitativa del dinero es indiferente si el dólar consiste en oro, plata o papel moneda siempre que su cantidad permanezca inalterada.

Ninguna de estas dos teorías describe exactamente los hechos pero, la teoría de los banqueros se acerca de forma inconmensurablemente mayor a la realidad que la teoría cuantitativa. Desde este punto de vista, el episodio estudiado probablemente de forma más detenida, ha sido el periodo greenback en los EE.UU La suspensión de pagos en oro se produjo hacia los últimos días de 1861, reanudándose el 1 de enero de 1879. Por tanto, este periodo de diecisiete años nos sirve como un clásico ejemplo de los fenómenos de caída y recuperación en el valor del papel moneda inconvertible. Al ser éste un fenómeno suficientemente lejano en el tiempo, la mayor parte de los secretos oficiales han sido desclasificados, de modo que la razón de estado no oscurece ya la investigación. Además, al periodo ha sido estudiado a fondo por una autoridad sobradamente competente como es el profesor Wesley C. Mitchell. Sus dos libros «History of Greenbacks» y «Gold, Wages and Prices under the Greenback Regime» están generalmente considerados como extraordinariamente fundamentados. Los estudios de Mitchell sobre este periodo desacreditan las explicaciones de la teoría cuantitativa aplicada a valor de los greenbacks y en cambio reivindica la teoría del crédito o la teoría de los banqueros. Sin ningún cambio en la cantidad de greenbacks, la prima del oro descendió desde el 45 al 23 por ciento con las batallas de Gettysburg, Vicksburg y Port Hudson. Los greenbacks se depreciaron un 4 por ciento con la batalla de Chikamauga. Cayeron un 11 por ciento con el asesinato de Lincoln, recuperándose bastante al día siguiente. El triunfo final de las fuerzas de la Unión trajo consigo una gran apreciación de los greenbacks y una caída en el precio de las mercancías de un 30 por ciento, todo ello sin cambio alguno en la cantidad de billetes verdes. El establecimiento de fuertes impuestos y la colocación con éxito de empréstitos, hizo subir el valor de los greenbacks. Cuando uno de los empréstitos no fue atendido, se produjo una caída en el valor de los greenbacks.

Puede que desde el punto de vista de la teoría cuantitativa pueda cuestionarse si la prima que llevaba el oro medía adecuadamente los cambios en el valor del greenback, si el verdadero criterio no debería ser el nivel general de precios de las mercancías. Para el objetivo que nos proponemos, cualquier criterio de los dos es aplicable. El mercado del oro y el mercado de divisas son los mercados más sensibles y es en ellos donde primero se manifiestan los cambios en el valor de la moneda. Los cambios en los mercados de bienes, con una sensibilidad menor, se producen más lentamente. Los números y gráficos del profesor Mitchell muestran un extraordinario paralelismo entre los movimientos en el mercado del oro y en los mercados de mercancías, con un retardo de dos meses de los últimos respecto al primero.

Finalmente, los números muestran que cuando el país se convenció definitivamente de que los pagos en oro se reanudarían el 1 de enero de 1879, los greenbacks se comportaron como un pagaré aproximándose a su vencimiento. Con pequeñas fluctuaciones debidas sobre todo a variaciones en los tipos de descuento en el mercado monetario, los greenbacks fueron subiendo de valor de forma continuada hacia la par conforme se iba aproximando el día de la convertibilidad, alcanzando finalmente ésta catorce días antes de dicha fecha.

Los defensores de la teoría cuantitativa han sido particularmente incapaces de explicar esta última fase. ¿Por qué debían alcanzar los greenbacks la par justamente antes de la fecha en que se reanudaban los pagos en metálico? Dos han sido las respuestas que han dado los defensores de la teoría cuantitativa. Una es que el país «se ajustó a su circulante» y fue sólo un hecho fortuito el que el volumen del comercio se incrementase en la cantidad exacta para que los greenbacks se pusieran a la par en esa fecha concreta. ¡Según creo, no se ha aportado ninguna evidencia estadística para sustentar esta teoría! La segunda sugerencia desde el punto de vista de la teoría cuantitativa es que en el caso de que existiesen greenbacks en tal cantidad que su valor —de acuerdo con la teoría cuantitativa— debía caer por debajo del valor del oro descontado en el que iban a ser convertibles, los especuladores los retirarían de la circu-

lación, reteniéndolos por conveniencia y reducirían de este modo su cantidad de tal forma que el valor de los greenbacks se elevaría hasta el valor futuro descontado. Sin embargo, esta última explicación tropieza con la dificultad siguiente: los especuladores no tendrían ningún motivo para retirar los greenbacks de la circulación y atesorados ya que podrían obtener la misma ganancia y una buena cantidad adicional, prestándolos. El acreedor obtiene en los pagos diferidos todo el beneficio de un patrón que se aprecia. Al prestarlos pues, obtendría todos los beneficios de la apreciación que obtendría atesorándolos y además el interés pactado en su préstamo. Además, tampoco se han aportado pruebas históricas para reforzar esta teoría. No existe evidencia en absoluto de un inusual atesoramiento de greenbacks durante el periodo en que éstos aumentaron de valor.

### **Algo a cambio de nada**

Es bastante fácil para la teoría de los banqueros reconocer la pequeña porción de verdad que encierra la teoría cuantitativa del dinero cuando sostiene que el valor del oro, acuñado y no acuñado, no es independiente de su cantidad considerada en relación con la demanda mundial tanto monetaria como de consumo. Ninguna teoría monetaria negaría esto. Es una verdad que, lejos de ser patrimonio único de la teoría cuantitativa, es aceptada por cualquier estudioso serio de la materia. Pero esta afirmación está muy, muy lejos de la proposición que sostiene que el estado o un banco emisor pueden coger trozos de papel sin valor, imprimir en ellos un sello, ponerlos en circulación y conseguir darles valor limitando su cantidad, sin hacerlos convertibles, ni comprometerse a rescatarlos o tener la intención de hacerlo. ¿De dónde sacarían su valor dichos pedazos de papel? ¿Por qué habrían de ser aceptados por los productores a cambio de su trabajo o de los bienes que producen con su esfuerzo? ¿Por qué habría alguien de quererlos? En otras palabras, ¿por qué habrían de circular?

No me detendré mucho en examinar la doctrina que señala que el dinero no necesita tener valor intrínseco porque es una especie

de título o derecho, o una representación de los bienes en general. Este argumento no pasaría el examen de un jurista. No existe algo como los derechos indefinidos. Para precisarlos sería necesario un sistema de organización socialista de la sociedad, con un sistema de precios fijados por decreto y en tal caso, no habría sitio para una teoría cuantitativa de los precios.

Desde luego hay una petición de principio en la respuesta que sostiene que una persona los aceptaría no porque los deseara, sino porque otros sí los aceptarían. ¿Por qué habrían de quererlos? ¿Porque ellos también podrán soltarlos sobre otros? Esto simplemente parece un caso de círculo vicioso. Es lo mismo que decir que el papel moneda circulará porque circulará.

Un autor muy capaz intenta construir un sistema en el que el dinero no tiene valor independiente bajo las sutiles premisas siguientes. El dinero consiste en un artículo que previamente ha tenido un elevado valor como mercancía y que más adelante ha desaparecido. Sin embargo, sigue circulando a causa de la costumbre y debido a la demanda que existe de un medio de cambio. Estos teóricos cuantitativistas refuerzan esta argumentación con la idea de que una cláusula de curso forzoso que obligue a los acreedores a aceptar una moneda sin valor como pago por parte de los deudores y que por consiguiente hace que los deudores estén dispuestos a aceptarla para así poder pagar a sus acreedores. Obviamente, esta última consideración tan solo es aplicable en tanto existan viejos contratos pendientes. Las personas no tienen por qué firmar contratos en monedas que no desean. Nuestros greenbacks también subrayaban la disposición del gobierno a aceptar este dinero como pago de impuestos.

No rechazo consideraciones de este tipo de modo tan displicente como lo haría un estricto partidario de la teoría del crédito o teoría de los banqueros. El valor no es algo físico. El valor es algo psíquico. El valor es un producto de la psicología social. Los valores no son algo estrictamente racional. Bajo determinadas condiciones posibles de imaginar, un papel moneda ya establecido puede continuar circulando por la influencia de la costumbre o el patriotismo, la necesidad de un medio de cambio, la influencia de las leyes de

curso forzoso, la disposición del gobierno a aceptarlo como pago de tributos y por otras fuerzas similares. Pero cuando tratamos de explicar el valor del dinero de este modo, ya nos encontramos fuera del campo de la mecánica y hemos entrado en el campo de la psicología social. No existe ninguna precisión matemática en el asunto. Factores como estos pueden sostener el valor de una moneda durante un tiempo y luego decaer. Estos factores pueden variar en intensidad con los cambios políticos y otros acontecimientos de un día para otro, haciendo que el valor de la moneda varíe día a día de forma bastante independiente a los cambios en su cantidad...

Con independencia de la teoría del papel moneda con la que desee jugar un científico en su torre de marfil, la única teoría práctica segura del papel moneda es que se trata de una promesa cuyo valor depende de las expectativas de su convertibilidad. Dentro de los representantes de la escuela cuantitativa existen numerosos miembros como el profesor Kemmerer, el prof. Cassel, Mr. Hawtrey, el prof. Cannan y el prof. Gregory, opuestos a las propuestas de Keynes a favor de un papel moneda administrado permanentemente inconvertible. Sin embargo, están lastrados en su oposición al compartir la creencia, como algo teóricamente viable, de que un dinero consistente en algo completamente carente de valor es posible, siempre que se regule adecuadamente su cantidad, viéndose obligados a fundamentar su oposición en la desconfianza en la capacidad de un banco o de un gobierno para resistir presiones políticas inadecuadas que interfieran con una administración eficiente. Sin embargo, no es necesario limitar a este punto el argumento. Un papel moneda inconvertible, manejado tan solo mediante la regulación de su cantidad, no podría tener, ni tan siquiera bajo las más favorables circunstancias, un valor estable y podría fácilmente acabar no teniendo ninguno en absoluto...

No es posible estabilizar el papel moneda inconvertible mediante intervenciones en el mercado monetario. El papel moneda está a merced de rumores, discusiones políticas, elecciones, relaciones diplomáticas, etc. La convertibilidad en oro o en letras giradas sobre saldos de oro en el extranjero estabilizan el papel moneda. Una defensa ilimitada en el mercado de divisas también — si bien a

menudo a un coste mucho mayor del exigido si en el país se utiliza el oro físico. La razón es que esta segunda forma de estabilización aún no genera confianza. En todo caso es necesario utilizar el oro directa o indirectamente.

### **Supuestas dificultades prácticas que se interponen para la reanudación del patrón oro**

Una dificultad práctica importante que existe en aquellos países con importantes depreciaciones monetarias y que no hubiese preocupado tanto a los responsables políticos de hace dos generaciones, es el poder sindical y en las teorías mantenidas por los sindicatos en relación con los salarios. Si una moneda se ha depreciado tanto que el restablecimiento de la paridad anterior, exige una caída muy importante en los precios de las mercancías, entonces es prácticamente seguro que será necesaria también una rebaja de los salarios en términos monetarios. Este cambio no se producirá como consecuencia de decisiones arbitrarias por parte de los empleados, sino que vendrán forzadas por los mercados, si es que los empresarios desean seguir en los negocios. Bien llevada a cabo, dicha variación en los salarios monetarios no sería desfavorable para los trabajadores. Estos ganarían lo perdido salarios, a través del descenso en el coste de vida. Probablemente, los trabajadores saldrían ganando en salarios reales, al mostrar éstos una resistencia mayor que los precios de las mercancías a la hora de caer. Es perfectamente posible que desde el punto de vista de la distribución de la riqueza, mejorase la situación de los trabajadores con tal medida, por no hablar de la ventaja que compartirían con las empresas al tener una situación financiera sólida que asegurase una mayor confianza empresarial y mayor creación de empleo. Sin embargo, durante el periodo de transición, los líderes sindicales y las empresas pueden sufrir algún incremento del desempleo. En este sentido se han expresado ciertos temores... Por otra parte supondría un decidido estímulo para los negocios, el gran beneficio en confianza empresarial y financiera, derivado de tener resuelta la cuestión de una vez.

Nuestra propia experiencia —en los EE.UU.— de los efectos sobre la industria y el comercio derivados de la eliminación de las incertidumbres relativas al patrón monetario tras las elecciones de noviembre de 1896, reafirman este punto de vista.

El efecto sobre el mercado monetario y sobre la Bolsa fue inmediato. Bajaron mucho los tipos, subieron los títulos y se restableció la confianza de los inversores. El efecto sobre el grueso de los negocios, que habían estado bastante deprimidos, no fue tan inmediato. Efectivamente, hubo una explosión de las compras inmediatamente a continuación de las elecciones, pero no duró mucho y los informes del periodo indican durante algunos meses, escasa actividad y cierta decepción en este sentido. Sin embargo, hacia el verano de 1897, la confianza empresarial había aumentado mucho. Bradstreet informaba el 24 de junio de 1897 que «ha continuado aumentando la confianza generalizada de que va a producirse en otoño, una acentuada recuperación de la actividad y con ella la evidencia material de que dicha confianza tiene fundamento.» Bradstreet comentaba el 1 de enero de 1898: «tras una serie de años en los que se han sucedido pánicos, estancamiento y una lenta y a veces dolorosa recuperación, 1897 presentó un gran volumen total de actividad a unos precios que, si bien no totalmente satisfactorios, si dieron como resultado un volumen total de comercio mayor que cualquiera de los años anteriores desde 1892».

Generalmente, se considera a las elecciones de 1896, con el triunfo del patrón oro, como un punto de inflexión en nuestra historia económica. Las elecciones vinieron precedidas por años de zozobra económica, gran parte de la cual debida a las incertidumbres en relación con el futuro patrón monetario y fueron seguidas por una serie de años de una prosperidad extraordinaria, parte de la cual debida a la eliminación de los temores en relación con nuestra moneda.

Existe un argumento que se apunta para retrasar el restablecimiento del patrón oro que me parece especialmente falaz. Es el argumento de que un país no puede restablecer el oro hasta que su balanza comercial esté equilibrada. Este argumento ha aparecido tanto en Gran Bretaña como en Canadá. Si se analiza bien la situa-

ción, una balanza comercial desfavorable, o una balanza de endeudamiento desfavorable, incluidas las partidas invisibles, constituyen un argumento a favor del restablecimiento del oro más que un argumento en su contra. Una de las peculiaridades y de los méritos del patrón oro es que regula de forma automática dichas cuestiones. Si un país está comprando o prestando en exceso, la pérdida de oro del banco central, refleja con enorme rapidez esta situación y pronto se elevan los tipos de descuento y de interés, con lo que se frena la toma de préstamos en el mercado doméstico, se hace menos rentable colocar fondos y prestar en países extranjeros, deteniendo las ansias de los importadores y aumentando los beneficios de los exportadores. Por el contrario, un mercado monetario fundado sobre papel moneda inconvertible, con sus tipos de descuento artificialmente bajos, puede continuar invirtiendo excesivamente en el extranjero, comprando de más fuera y acumulando déficit en su balanza de pagos durante mucho tiempo.

### **Elasticidad y patrón oro. Los casos de Inglaterra y Francia**

Una de las grandes ventajas del restablecimiento del patrón oro en los principales países que integran el comercio mundial sería el restablecimiento de la elasticidad de circulantes que ahora son menos elásticos de lo que sería de desear. Por un circulante elástico entendemos un circulante que se expande y contrae de acuerdo con las necesidades del comercio. Una de las grandes reformas que buscaba nuestra Federal Reserve Act era la adecuada elasticidad del circulante de los EE.UU. La creación de los billetes de la Reserva Federal a emitir principalmente contra papel comercial, un papel que se expande cuando aumenta el crédito comercial y disminuye al descender éste, aportaba un inmenso elemento de elasticidad. Antes de que se introdujese en el sistema el billete de la Reserva Federal, nuestro circulante era inadecuadamente inelástico; lo mismo cabe decir de la plata, los certificados plata y los billetes del banco nacional. El oro aportaba la única elasticidad del sistema. En momentos de aprietos monetarios podíamos importar oro de fuera.

Así, la importaciones de 100 millones en oro a finales de 1907, fue de vital importancia para poner fin al pánico de ese año. Sin embargo, el oro era menos elástico de lo deseable, en parte debido a la gran distancia de los países que tenían grandes reservas de oro y de los centros de producción del mismo y principalmente debido a la inexistencia de un sistema coordinado que pudiera influir rápidamente sobre los movimientos internacionales del oro en relación con las necesidades de circulante del país.

Francia, Alemania y algunos de los principales países del continente europeo tenían antes de la guerra sistemas admirables en lo que a la elasticidad de su circulante se refiere mediante los billetes emitidos por sus bancos centrales contra papel comercial principalmente. Gran Bretaña no disponía de un billete de banco emitido al descontar papel comercial, careciendo así de un importante elemento de elasticidad, consecuencia de las restricciones que sobre el Banco de Inglaterra imponía la Peel Act de 1844. Sin embargo, merced a que Gran Bretaña era el mercado monetario del mundo y de que cada día muchos extranjeros tenían vencimientos que atender en Londres, merced al hábil control que el Banco de Inglaterra ejercía sobre los movimientos internacionales de oro a través del tipo de descuento y de las operaciones de mercado abierto, gracias a su proximidad a la gran reserva de oro de la que disponía Francia y a la cooperación entre el Banco de Francia y el Banco de Inglaterra y merced al hecho de que normalmente la nueva producción de oro se dirigía a Inglaterra para ser distribuida desde allí al resto del mundo, Inglaterra tenía en el propio oro, un dinero adecuadamente elástico, pudiendo aumentar o reducir las disponibilidades de dinero del público con la suficiente rapidez.

### **El funcionamiento y las limitaciones de la «administración»**

Suponiendo que fuera posible una «administración científica» del circulante, el crédito, los precios y los tipos de cambio, ¿Quién habría de llevarla a cabo y con qué propósitos? En los viejos tiempos, el Banco de Inglaterra asumía y desempeñaba con verdadero éxito

la política de administrar el tipo de descuento y los movimientos internacionales de oro, cuando las circunstancias especiales lo hacían necesario. Se guiaba por unos principios sencillos y bien asumidos. (1) En caso de crisis, el Banco de Inglaterra proporcionaba la cantidad de dinero que fuese necesaria con el fin de evitar que la crisis degenerase en un pánico —eso sí a un precio bien elevado—. De este modo quien fuera solvente podía garantizar su solvencia. (2) El Banco de Inglaterra elevaría los tipos en Londres como forma de evitar y revertir la salida de oro del país. Esta elevación de tipos detendría el endeudamiento en Londres por parte de extranjeros y conduciría los depósitos foráneos hacia esta capital. También contribuiría a aumentar las exportaciones de bienes ingleses y a disminuir las importaciones, modificando así la balanza comercial. Para lograrlo, el Banco de Inglaterra elevaba su tipo de descuento. Si esto no resultaba suficiente, el Banco «tomaba prestado del mundo» mediante la venta de consols\* o letras del Tesoro indio, o también tomando prestado a través de los brokers, siempre con la intención de reducir la cantidad de dinero en el mercado monetario londinense. (3) En los momentos de grandes excesos especulativos, el Banco de Inglaterra tensaría el mercado monetario para detener la especulación.

Esta administración tenía propósitos bien definidos. (1) Relajar las tensiones monetarias, (2) proteger la reserva de oro, (3) evitar los créditos ilíquidos o insuficientemente garantizados y evitar los excesos especulativos. Funcionó bien. Su mecanismo era sencillo y estaba bien asimilado. Fue posible sólo gracias a que existía un consenso entre empresarios y políticos respecto de la necesidad de tener una moneda y un crédito sanos. En esto consiste la administración desde el punto de vista de los banqueros. Sin embargo, cuando se incorporan las complicaciones derivadas de las cuentas públicas, la política y las temporales conveniencias de los negocios, se hace imposible una política sistemática. Ya vimos el conflicto que se produjo entre la práctica bancaria ortodoxa y las finanzas públicas durante la I Guerra Mundial. En un momento en el que la buena

---

\* Deuda perpetua del Tesoro Británico. [N. del T.]

práctica bancaria exigía altos tipos, la política del Tesoro pedía dinero barato. En un momento en el que el gobierno como comprador deseaba controlar y limitar los créditos a aquellos que estaban produciendo bienes civiles, de modo que fuese más fácil desviar el trabajo y el capital hacia la producción de suministros de guerra, el Tesoro insistía en un dinero fácil generalizado para poder colocar así con facilidad sus empréstitos. La expansión originada por el Banco Central, basada en bajos tipos de redescuento y compras de títulos públicos a corto plazo, desahogo los mercados monetarios, haciendo con ello posible que tanto competidores como estado tomasen prestado dinero barato.

Súmese a esta complicación, la demanda de dinero barato por parte de los especuladores, las empresas de cortas miras, los granjeros y otros, como forma de mantener altos los índices de precios o las determinadas clases de precios que le afecten. Añádase la solicitud de los sindicatos de una política monetaria que mantenga o incluso incremente los salarios. Súmese además la demanda de intereses particulares dentro del sistema de banca central por obtener beneficios adecuados por encima de los gastos. En estas circunstancias, la administración se convierte en una cuestión de compromisos, impulsos y provisionalidades. Estos intereses no son reconciliables. La cuestión no solamente afecta al banco central. También el Tesoro está vitalmente implicado. ¿Qué conjunto de circunstancias accidentales y fortuitas van a producirse que hagan que las necesidades fiscales del Tesoro coincidan siempre y de forma uniforme con las necesidades del comercio y la industria? ¿Por qué habría de estar la política de endeudamiento del gobierno guiada por la coyuntura económica? ¿Qué tesoro público ha estado dispuesto alguna vez a subordinar sus necesidades fiscales a esos otros factores? Además, ¿Qué garantía existe de que todas las personas encargadas de manejar la situación de la moneda, del crédito, de los precios y de los cambios exteriores, compartirán las teorías «ortodoxas»? ¿Por qué no habrían de existir opiniones divergentes, variándose las relaciones de poder entre las personas que sostienen opiniones distintas, con las consiguientes vacilaciones y cambios de política? Supongamos que algún «hereje» que considera importantes cuestiones tan

irrelevantes como el equilibrio de la industria, las relaciones comerciales internacionales, la situación crediticia (en detalle y cualitativamente), los cuellos de botella y el desajuste de algunos puntos críticos del proceso industrial, gane terreno y supongamos que dicho «hereje» con más o menos éxito, se esfuerza por persuadir a sus colegas para que se limiten a las funciones bancarias exclusivamente, dejando que los precios, la industria y el comercio puedan equilibrarse por si mismos.

Existe una serie de cosas importantes que los bancos centrales y los bancos de la Reserva Federal pueden hacer en relación con los tipos de cambio y las relaciones financieras internacionales. La administración es deseable para ciertos propósitos y en determinados momentos. En especial a la hora de manejar los movimientos del oro y de evitar los pánicos. Algunas veces es necesaria para ayudar a las finanzas públicas y defender el precio de los bonos del estado. A menudo son de ayuda los acuerdos entre los bancos centrales de distintos países. Es de desear que el Banco de Inglaterra conozca por anticipado que la Reserva Federal va a subir o bajar tipos y viceversa. En los viejos tiempos era de mucha ayuda para el mercado monetario de Londres saber que en una emergencia podría contar con una gran cantidad de oro enviada por el Banco de Francia. También sería saludable para el Banco de Inglaterra saber que, cuando reanude los pagos en oro, los bancos de la Reserva Federal harían, en caso de emergencia, depósitos o comprarían letras en Londres para ayudar a aliviar un apuro temporal frenar ataques especulativos contra la libra. Sin embargo, este tipo de administración debe estar guiada por una serie de objetivos muy específicos y limitados. Además, estas prácticas deben ser puntuales y no de carácter general. Si el Banco de Inglaterra quiere fortalecer la libra esterlina, conviene que apriete el mercado monetario londinense en lo referente a préstamos en esterlinas y sólo a ellos. En cambio, utilizar a los bancos de la Reserva Federal para inflar el mercado monetario americano con el propósito de fortalecer el tipo de cambio de la libra, equivaldría a utilizar una escopeta en vez de un rifle. El dinero fácil en América incentivaría la especulación, no sólo con la libra, sino también en acciones y bonos, trigo, otras divisas, inmuebles, etc.

Afectaría a toda clase de préstamos en dólares, de los que sólo una pequeña parte se destinan a comprar libras en la cantidad y el momento adecuados.

Si los bancos centrales del mundo se embarcan en la tarea de estabilizar por todo el mundo los precios del oro mediante una política de administración concertada, el esfuerzo está predestinado a fracasar a/ porque los intereses nacionales en conflicto, los conflictos de intereses interiores y las diversas teorías harían imposible llevar a cabo siquiera una política nacional, b/ porque no es deseable que los precios en oro sean estabilizados, pues es por medio de las fluctuaciones en los precios como se consigue la estabilidad en la producción, lo que incluye el adecuado equilibrio entre la producción de oro y otras producciones, y c/ porque los precios se rigen por otras cosas distintas de la política bancaria y porque toda la teoría monetaria sobre la que se basa esta propuesta es errónea. No hay política del banco central o acuerdo entre bancos centrales concebible que pueda impedir que los precios en oro de las mercancías caigan cuando se restablezca en el mundo la producción normal y los mercados sean adecuadamente abastecidos de mercancías.

En este sentido, el mundo no debe temer una bajada de precios por dicha causa. Una caída de precios debida a una apreciación forzosa de la moneda puede tener efectos depresivos sobre la industria y la carga de la deuda. Sin embargo, una caída de precios debida a un gran aumento de la producción física de bienes es una cuestión distinta. Puede coexistir perfectamente con un aumento del ingreso monetario per capita y con una mayor capacidad para hacer frente tanto a las deudas privadas como públicas y por supuesto significa un mayor volumen de consumo y bienestar para las masas. Me alegro de coincidir por completo en este punto con lo expresado por el Midland Bank Limited of London ( en su revista mensual de julio-agosto de 1924): «deberíamos coincidir en el hecho de que un nivel de precios en descenso consecuencia de los aumentos en la producción representa probablemente el mejor escenario posible para el comercio y el bienestar del país».

### **La supuesta inestabilidad del oro**

Algo en lo que coinciden todos los escritos de los estabilizadores es en su queja de que el oro ha tenido un valor muy inestable en los últimos diez años. Alegan que primero se produjo una gran caída de su valor durante la guerra que fue seguido por un gran ascenso durante la crisis que siguió al boom de la posguerra. Por supuesto, lo que se produjo fue una gran subida en los precios expresados en oro de las mercancías *y* más tarde una caída de los mismos. Pero, ¿por qué culpar al oro de ello?

Si uno decide, como hacen muchos economistas, definir el valor del oro amonedado simplemente como el inverso del nivel de precios, entonces se puede decir que el oro descendió de valor al subir los precios *y* viceversa. El mismo tipo de definición justifica igualmente la aseveración de que el valor de los bienes subió al subir los precios *y* viceversa. Ésta es una concepción puramente relativa del valor *y* no nos dice nada sobre si las causas estuvieron relacionadas con los bienes o con el oro. Además, para la comunidad empresarial *y* bancaria decir que el oro descendió de valor durante la guerra no tiene ese sentido tautológico. El ciudadano de a pie puede distinguir rápidamente entre una subida debida a la escasez de bienes *y* un ascenso de precios causado por la depreciación monetaria. El ciudadano medio está acostumbrado a considerar el valor del dinero *y* el valor de los bienes como dos factores independientes que contribuyen a la hora de fijar los precios. Gran parte de la mejor literatura económica también se vale de esta concepción del valor, sobre todo en la cuestión del dinero.

Existe evidentemente una confusión de dos significados de la palabra «valor» cuando se concluye del simple hecho de que los precios han cambiado que el oro es inestable. ¡Haría falta algo más que un libro de texto para probar la inestabilidad en el valor del oro! Las variaciones en los precios pueden deberse a cambios bien del lado de los bienes o bien del lado del oro. Es absolutamente cierto que un gran descenso o un gran aumento en la producción de oro, si se prolonga durante un número de años, conducirán a cambios notables en los precios. Así, parece razonablemente seguro que el

descenso en la producción de oro y el incremento en la utilización del oro en las artes y como circulante durante el periodo 1873-1896 por lo que al mundo se refiere y de 1879 (año en que los greenbacks volvieron a ser convertibles en oro) a 1896 para los EE.UU., contribuyó a incrementar el valor del oro y por consiguiente a reducir el nivel de precios.

A partir del inicio de la década de los 90, aumentó la producción de oro produciéndose desde mediados de esa década hasta 1909 aproximadamente un marcado descenso en el valor del oro que contribuyó a incrementar los precios. Por tanto, para periodos dilatados de tiempo, es preciso reconocer que las variaciones en el valor del oro afectan sustancialmente a los precios de las mercancías. Un precio es una relación entre dos factores. Uno es el dinero y el otro, los bienes. Tanto un cambio en el dinero como en los bienes afectará la relación entre ambos.

Sin embargo, durante la guerra el gran cambio se produjo en los bienes. Cincuenta millones de hombres fueron retirados de la industria y desplazados a los campos de batalla. Un número mucho mayor de hombres fue retirado de la producción civil ordinaria y puestos a trabajar para suministrar alimentos, vestido y otros bienes a los ejércitos combatientes. El transporte por mar y otra clase de transporte se vieron enormemente obstaculizados. En muchos países, se deterioró la fertilidad del suelo. Se apeló con fuerza a los stocks de bienes de consumo disponibles —que no eran muy grandes— y no se produjo ni de lejos una adecuada reposición. Los bienes se volvieron escasos y caros. Los hombres y los países hipotecaron fuertemente su futuro para conseguir los bienes y el trabajo vital de que dependió el éxito de la guerra. Los bienes aumentaron de valor y los precios en oro subieron por esa causa. El oro, en vez de descender de valor, se hizo más importante que antes. En los momentos de emergencia, el oro es altamente demandado al ser el único activo líquido con el que tanto individuos como gobiernos pueden asegurar su solvencia o situarse en una posición que les permita aprovechar oportunidades no habituales. También descendió la producción de oro como consecuencia de la subida de los costes. La subida en el precio de las mercancías durante la guerra

ciertamente no fue debida en medida significativa alguna a causas propias del oro en sí.

Incluso durante los periodos antes examinados, parte de los cambios en los precios fueron debidos a variaciones del lado de las mercancías. El periodo 1873-1896 se caracterizó por un gran aumento en la producción agrícola, con el desarrollo de la explotación del valle del Mississippi y la extensión del ferrocarril a nuevas áreas. Además se introdujeron procesos de producción notablemente mejorados que hicieron más productivo el trabajo en la fabricación de bienes manufacturados. Durante este periodo, los bienes se abarataron tanto en términos reales como monetarios. Por el contrario, el periodo 1896-1913 vino marcado por la desaparición de tierras agrícolas libres o baratas. Los aumentos en la producción agrícola sólo pudieron conseguirse incorporando tierras submarginales o explotando con más intensidad la tierra ya cultivada. Los bushels adicionales de trigo y maíz se obtuvieron con costes crecientes en términos de horas de trabajo. Desapareció la madera barata con el consumo de las reservas forestales. La explotación de los recursos naturales había sido tan intensa que aparecieron escaseces en muchas líneas. Por tanto, no podemos achacar la totalidad del descenso de precios en el periodo 1873-1896 a un incremento en el valor del oro, ni tampoco atribuir toda la subida de precios de la etapa 1896-1913 a un descenso en el valor del oro.

Además, existe una tercera complicación que hay que tener en cuenta al analizar estos dos periodos. La generalización de precios bajos que siguió al pánico de 1893 no puede explicarse en su totalidad por la escasez de oro o la abundancia de bienes. La parte central de la década de los 90 estuvo caracterizada por una profunda depresión industrial. Los precios se mueven normalmente al alza o a la baja en periodos relativamente cortos de tiempo de acuerdo con el ciclo económico y pueden producirse varias oscilaciones de este tipo varias veces en el curso de un movimiento general de precios causado por la variación en la producción de oro.

Cuando intervienen tantos factores, confunde mucho atribuir todos los cambios a uno solamente y es aún más peligroso tratar de compensar todos los demás factores, intentando controlar tan solo uno.

## Ciclos económicos

Podemos reducir en gran medida, las causas de las variaciones generales de precios en oro a tres: 1/ cambios a largo plazo relacionados con el oro como por ejemplo el descubrimiento de nuevas minas, la introducción de nuevos procedimientos técnicos de producción como el proceso de cianurización, cambios en la demanda industrial de oro, cambios en su demanda monetaria, etc., 2/ cambios que afectan a los bienes, como el desarrollo de nuevas tierras y recursos naturales, su extinción, cambios en los procedimientos técnicos de producción, perturbaciones repentinas en la producción y consumo de bienes consecuencia de una guerra, etc., 3/ cambios en la actividad comercial relacionados con el ciclo económico de prosperidad, crisis y depresión. Estos tres grupos de factores, no son completamente independientes, pero sí tienen de hecho, un importante grado de autonomía y pueden ser analizados por separado.

Los «estabilizadores» consideran al ciclo económico como una calamidad absoluta. Los «estabilizadores» consideran que la principal causa del ciclo económico proviene de los cambios en el nivel general de precios. Por tanto, consideran que uno de los méritos de su plan consiste en que será capaz de eliminar los ciclos y mantener la actividad económica a un ritmo constante mediante la estabilización del nivel general de precios. No disponemos del espacio suficiente para tratar en profundidad, el ciclo económico. Sin embargo, debemos señalar que aquellos estudiosos que más detenidamente han analizado el ciclo económico no consideran que esa sea su causa. Más bien, y en la medida en que los cambios en los precios influyen sobre la coyuntura, esta influencia es ejercida a través de modificaciones en las relaciones entre precios particulares, especialmente en la relación entre los precios de los bienes terminados por un lado y los costes de producción por otro, incluyendo salarios, rentas, intereses, precios de las materias primas, etc. Es esa relación la que regula los beneficios empresariales. Los periodos de reajuste y liquidación, si no son muy violentos y prolongados, son más beneficiosos que perjudiciales. Evitan que determinadas prácticas empresariales heterodoxas se lleven demasiado lejos. Las

caídas de precios, si no son muy violentas, también son beneficiosas. Las caídas de precios contribuyen a poner fin a la depresión, al incentivar una recuperación de la demanda. Los precios en ascenso, al reducir el consumo y frenar la demanda, contribuyen a detener el boom antes de que éste vaya demasiado lejos. El movimiento de los precios durante el ciclo económico puede compararse con el regulador de un motor que, mediante el establecimiento de ciertos límites naturales, tiende a equilibrar el curso de la actividad.