

TEORIAS ANTIGUAS Y RECIENTES SOBRE LA MONEDA, EL CRÉDITO Y LOS CICLOS ECONOMICOS ⁽¹⁾

POR EL

Dr. Luis Roque Gondra

Señor rector, señores profesores, señores:

Quiero ante todo renovar aquí, en forma pública, la manifestación de mi reconocimiento, que ya expresé particularmente al señor rector, por el honor que la ilustre Universidad de Córdoba me confiere, invitándome a ocupar esta cátedra, para exponer algunas consideraciones sobre *la teoría de la moneda, el crédito y los ciclos económicos*; y dar mis rendidas gracias, a vuestro eminente profesor, doctor Raúl A. Orgaz, por haber tomado la iniciativa de esta invitación, y al señor director de la Escuela de Ciencias Económicas, doctor Benjamín Cornejo, por sus bondadosas apreciaciones acerca de mi humilde persona y mis trabajos de la materia.

Era de mucho tiempo atrás un deseo mío muy vehemente, el de ocupar, aunque fuese por los breves minutos de una lección, esta cátedra que honraron y honran tan insignes nombres, para conversar con vosotros, profesores y alumnos, y cambiar impresiones e ideas sobre problemas candentes como los enunciados, en este trato apacible, en este íntimo comercio espiritual de la enseñanza, de que se ufanaba el filósofo antiguo, jactándose de que sólo sabía de una exigua disciplina de amor.

(1) Invitado por la Universidad el Dr. Luis Roque Gondra dió tres conferencias en la Escuela de Ciencias Económicas, la primera de las cuales publicamos. El Director de la Escuela Dr. Benjamín Cornejo presentó al orador con el discurso que se anota en la Crónica Universitaria. Las dos siguientes conferencias se publicarán en el N° 3-4 de esta Revista. (N. de la D.).

I

SUMARIO: 1. Economía estática y economía dinámica. — 2. Posiciones de equilibrio. Equilibrio estable y equilibrio inestable. — 3. Ahorro y consumo, producción y capitalización, bajo libre competencia. — 4. Numerario y moneda. Moneda de circulación y moneda de ahorro. — 5, 6. Moneda fiduciaria. Fórmulas de la teoría cuantitativa de la moneda. — 7. Inflación monetaria y redistribución de réditos. — 8. Formas y límites de la inflación. — 9. El ahorro monetario y el sistema bancario. Ahorro espontáneo y ahorro compulsivo.

1. Como quiera que definamos la ciencia económica, impliquemos en la definición, sin distinguirlas claramente por lo general, sus dos partes fundamentales, a saber, la *estática* y la *dinámica* económica. Así, por ejemplo, cuando decimos, según el criterio tradicional, que la economía política es la ciencia que estudia la *producción, distribución y consumo* de la riqueza; o como preferimos ahora, generalizando aquellas operaciones, la ciencia que estudia la *actividad* económica, cuyo fin son precisamente aquellos actos de producción, distribución y consumo, — o sea, el conjunto de las transformaciones económicas, — nos referimos a los elementos de la realidad, demandas y ofertas, precios y costos de productos y servicios productores, y a las variaciones y transformaciones de unas y otros, en tiempo. Partimos, pues, del análisis, para llegar a la síntesis, que constituye la más acabada expresión de los hechos.

La realidad es como una cinta cinematográfica, en la cual, lo que nos impresiona y atrae, más que los elementos que la integran, es el movimiento de conjunto que se desarrolla ante nuestra vista. Cuando queremos estudiarla, sin embargo, vamos analizando unos tras otros los distintos cuadros que la constituyen, esto es, sus elementos fotográficos, como si los fuésemos viendo fuera de la máquina de proyección, o como si ésta los proyectase con un *ralentisseur* o retardador, que los pone ante nuestra vista en estado de *reposo* o en movimiento lentísimo que permita el análisis. Esta primera operación sería como la *estática*; y aquella, como la *dinámica* económica.

No será inoportuno advertir, desde luego, que hasta hoy los mayores progresos de la ciencia económica coresponden a la estática. Los estudios de la dinámica económica, que hoy están de moda, se hallan todavía *en pañales*, como suele decirse. Fuera de la teoría de la *crisis general y periódica*, que forma como el núcleo de sus investigaciones, y como debemos, casi en su totalidad, a viejos y eminentes economistas, como Juglar, Jevons, Pareto, Pantaleoni, Barone y otros, es muy poco, poquísimo, lo que sabemos, a pesar de la satisfacción con que algunos escritores contemporáneos nos hablan hasta de una nueva ciencia, la *ciencia del ciclo económico*, o ciencia de la *conjuntura*, en la cual, si se quitan la metodología estadística, cuya eficacia como instrumento de investigación de los hechos está fuera de discusión, y la profusión de neologismo con que se pretende renovar sin necesidad, en un esfuerzo no exento de pedantería, una nomenclatura tradicionalmente consagrada, no queda sino un ensayo todavía prematuro de semiología económica que sólo puede jactarse del fracaso estrepitoso de sus previsiones en 1929... y la vieja teoría de la crisis, que ilustraron principalmente los trabajos de los economistas nombrados (1).

2. Sigamos, pues, el orden lógico y empecemos recordando algunas definiciones e hipótesis de la estática económica, que son forzosamente nuestro punto de partida.

Tomando el concepto de la Mecánica, llamamos posición de equilibrio económico, o simplemente, equilibrio económico, a un estado que se mantendría indefinidamente, si no variasen los elementos que contribuyen a mantenerlo, esto es, las cantidades económicas: oferta y demanda de productos y servicios, y precios de los mismos; mejor dicho, un sistema económico se halla en equilibrio, si el cambio de una de las condiciones del sistema entraña otros cambios que producen acción una exactamente opuesta (2).

Se comprende fácilmente que, cuando las condiciones de equilibrio sólo son válidas para cambios pequeñísimos, infinita-

(1) L. R. GONDRA, *Elementos de Economía Política*, § 567, Roldán, Buenos Aires, 1933.

(2) V. PARETO, *Cours d'Economie Politique*, § 40, Rouge, Lausanne, 1896.

mente pequeños, el equilibrio es *inestable*. En caso contrario, el equilibrio es *estable*. El equilibrio económico es, pues, comparable, según a los casos, a una balanza de sensibilidad muy extremada, que varía, por ejemplo, al milígramo o a una fracción de milígramo; o a una balanza de sensibilidad muchísimo menor. En el primer caso el equilibrio del sistema económico es inestable; en el segundo, por el contrario, puede ser estable (3).

Pero la posición de equilibrio, en la estática económica, es una hipótesis, una ficción conceptual, cómoda y útil en cuanto facilita el análisis de los elementos del sistema económico. La realidad es profundamente dinámica; y más que posiciones de equilibrio, nos ofrece *tendencias* hacia posiciones equilibrio móvil, que se divisan sin esfuerzo en algunos casos, y que no se divisan de ningún modo en otros. Porque las condiciones que determinan el equilibrio del sistema económico cambian con mayor celeridad que los hombres cuando despliegan su actividad económica y tratan de adaptarse a ellas.

Las variaciones o movimientos dinámicos pueden ser de dos clases. Una, que llamaremos A, comprende los movimientos que tienden a modificar la estructura económico-social, movimientos, como dice Pantaleoni, que no provocan el retorno a una posición de equilibrio cualquiera, previsible como efecto de los mismos fenómenos dinámicos. Tales serían, por ejemplo, los que hoy se verifican en Rusia, Italia, Alemania, vale decir, en todos aquellos países que, con amplitud más o menos grande, practican el sistema de la llamada economía *dirigida* o *maniobrada*. Y otra, que llamaremos B, o sea la de los movimientos que no tienden a variar la estructura económico-social, esto es, movimientos que provocan el *retorno* a la misma posición de equilibrio; o la desviación hacia una nueva. Tales serían los movimientos dinámicos que se observaban en la mayor parte del mundo civilizado, en los años que precedieron al de 1914 (4).

En rigor todo movimiento de perturbación conduce a una posición de equilibrio. Pero esta posición puede o no preverse, ya sea en un período *corta* o en un período *largo*, según la clásica distinción de Marshall. Los movimientos del género A se

(3) PARETO, *ibid.*

(4) GONDRA, *op. cit.*, § 466.

prolongan indefinidamente; los del género B tienden a cesar. Con los primeros, el sistema económico continúa incesantemente agitado; con los segundos tiende al reposo.

3. La producción, distribución y consumo de los productos que, como se ha dicho, sólo por abstracción analítica separamos, se realizan conjuntamente. Si suponemos una colectividad formada casi en su totalidad de productores, empresarios de la producción y obreros, — suposición o hipótesis que, implícita o explícitamente, condiciona, como se dirá, todas las teorías económicas, — cada individuo, cualquiera sea su condición, vende el uso de sus servicios productores (cosas o servicios propiamente tales), compra lo que consume y *ahorra* la diferencia entre la compra y la venta, según ciertas normas con cuya realización se propone alcanzar el máximo de bienestar que consienten las circunstancias. Todos ellos realizan tentativas, y las repiten o modifican, hasta que obtienen ese máximo, de una manera compatible con el estado económico de la sociedad.

Los empresarios realizan las *inversiones* lucrativas del ahorro, esto es, transforman el ahorro en capitales nuevos, y los servicios de los capitales en productos. Como empresarios no tienen otra mira que lograr la mayor ganancia posible en numerario o moneda. Si disfrutan de un monopolio, por ejemplo, resuelven por tanteos repetidos el problema de obtener la ganancia máxima. Si se hallan sometidos a un régimen de libre contratación o *libre concurrencia*, sus esfuerzos tienden a llevar los precios de venta al límite de los costes mínimos de fabricación. Son comparables, dice Pareto, según una imagen algo vulgar pero expresiva, a una ardilla encerrada en una jaula giratoria: a medida que aquella tiende a elevarse, la jaula gira (5).

La concurrencia reduce las ganancias de los empresarios; y aunque algunos de ellos, individualmente, realicen diferencias que los lleven a la ruina o a la fortuna, tomados en conjunto, costes mínimos de fabricación y precios de venta se igualan. Como el máximo de bienestar compatible con el estado económico de la sociedad define para los consumidores el equilibrio del cam-

(5) PARETO, *op. cit.*, § 151.

bio, la igualdad de costes y precios define a su vez el equilibrio de la producción. Y si consideramos como *tasa natural* del interés del ahorro, aquella que no provoca ningún movimiento dinámico, ningún cambio perturbador del equilibrio existente de la producción, la igualdad de la tasa natural del interés del ahorro y de la tasa neta del interés de los capitales invertidos en la producción define a su vez el equilibrio de la capitalización, que no es en definitiva sino un caso particular del equilibrio de la producción.

4. En esta imagen que nos formamos de la realidad, en una primera aproximación a ella, sólo incidentalmente nos referimos a la moneda, considerándola como simple *numerario*, según se ha dicho. En rigor, hasta podemos prescindir de ella por completo, si formulamos la hipótesis auxiliar de que todos los individuos realizan sus compras y ventas y sus operaciones de transformación y acumulación de ahorro, por trueque directo y sin dificultad alguna.

Pero esta hipótesis, aunque no repugne a la lógica, nos aleja demasiado de la realidad, de la sana realidad, en la cual los individuos son cuerdos y no locos, y buscan, desplegando la actividad propia de la cordura, el máximo de bienestar compatible con el estado económico de la sociedad, para llevarnos a un mundo abstracto, a un mundo irreal, al que por desgracia parece que nos vamos acercando por otros caminos mucho más reales y penosos que las vías de la imaginación y de la hipótesis, en el cual mundo, destruida la moneda por el delirio insano de unos pocos, la sociedad retrocede hacia las condiciones del trueque directo y del atesoramiento, y los individuos buscan, como siempre, afanosamente, por tanteos repetidos, el máximo de bienestar compatible con un estado económico hartamente más miserable y penoso de la sociedad.

En rigor de verdad, — y no parece innecesario el recordarlo, en estos tiempos de actividad vertiginosa, que a ratos no se diferencia mucho de los delirios de la locura, — todas las teorías económicas presuponen en los hombres el estado de cordura, aunque tal condición no se enuncie de una manera explícita. “Las proposiciones que enuncian leyes y teorías económicas, dice un

ilustre filósofo contemporáneo, establecen la necesidad *racional*, y no la irracional de la demencia” (6). Si decimos, por ejemplo, que los individuos tienen hacia el máximo de bienestar compatible con el estado económico de la sociedad, la condición se sobreentiende: si no están locos.

Por esto, prescindimos, en nuestro caso, de la hipótesis del trueque directo, e introducimos en cambio la hipótesis de la moneda, como más racional y más próxima a la realidad suponiendo que uno de los productos que obtienen los empresarios mediante la transformación de los servicios de los capitales, asume por selección natural la función monetaria, esto es, la función de intermediario de los de los cambios, que sirve para facilitar los *arbitrajes* o cambios muy complicados entre las mercaderías, y para transformar sin riesgo los bienes presentes en bienes futuros. En aquella función Pareto la denomina moneda de *circulación*; en ésta, moneda de *ahorro* (7).

Confúndense con mucha frecuencia, de un modo lamentable, estas dos funciones de la moneda. Exagerando hasta desvirtuarla por completo, una idea expresada por David Ricardo en 1817, — idea irreprochable en los límites que aquél le fijó, — olvídense que el billete, ya sea emitido directamente por el Estado o por un banco central, si puede substituir a la moneda de circulación, no puede de ningún modo substituir a la moneda de ahorro.

“Una moneda está en su estado más perfecto, escribía entonces Ricardo, cuando se compone exclusivamente de papel moneda, *siempre que éste tenga igual valor que el oro que pretende representar*. El uso del papel en lugar del oro reemplaza el instrumento más costoso que el más barato y permite al país cambiar todo el oro que antes utilizaba para este objeto, por materias primas, utensilios y alimentos, con el uso de los cuales quedan aumentados tanto su riqueza como sus satisfacciones” (8).

Enunciemos ante todo las condiciones o hipótesis que, implícita o explícitamente, limitan el alcance de la proposición ricardiana: 1) la moneda papel, el billete, tiene igual valor que el oro

(6) B. CROCE, *Filosofía della pratica*, pág. 237, Bari, Laterza, 1915.

(7) GONDRA, *op. cit.*, § 288.

(8) D. RICARDO, *Principles of Political Economy and Taxation*, trad. española, Barcelona, 1932, vol. II, pág. 203.

que representa; 2) las costumbres monetarias y bancarias son irreprochables; 3) el Gobierno se abstiene por completo de maniobrar con la moneda. En rigor la primera, la única que Ricardo enuncia, es un corolario de las dos últimas. Si todas ellas se verifican, los hechos comprueban la proposición; en caso contrario, si cualquiera de ellas falta, la desmienten. En el primer caso, la moneda metálica es una moneda *verdadera*, esto es, una moneda en cambio de la cual se obtienen, de los otros productos, cantidades iguales (aproximadamente iguales) a las que se obtienen en cambio de la cantidad o peso de la materia de que está fabricada; o en otros términos, la moneda verdadera tiene utilidad propia, independiente de su función monetaria, que asume, como se ha dicho, por selección natural; y el billete la representa sin inconveniente ninguno: es una moneda *fiduciaria* perfecta, es decir, una moneda que puede cambiarse por su equivalente en moneda verdadera, en cualquier momento y sin pérdida (9).

Si uno de los permutantes en la colectividad de nuestro ejemplo no desea cambiar inmediatamente su producto por otros, puede transformarlo mediante cambio en una cantidad de moneda verdadera, que conservará en su poder o depositará en un banco, ganando los intereses correspondientes, hasta el momento oportuno, esto es, hasta el momento de transformarla por otros productos mediante cambio. La moneda verdadera es entonces una moneda de ahorro que cumple sin riesgo la función de transformar un bien presente en bienes futuros.

En resumen, los trueques vuelven muy difícil y arriesgada la transformación de bienes presentes en bienes futuros. La intervención de los bancos y depósitos de productos, y la emisión de billetes, cheques y *warrants* o certificados de depósitos de productos, suprimen aquellas dificultades y disminuyen los riesgos de la transformación. La intervención de una moneda de ahorro, esto es, de una moneda verdadera, elimina por completo esos riesgos (10).

Pero el billete no puede reemplazar a la moneda de ahorro, o si se quiere, a la moneda verdadera en su función de moneda de ahorro, como la reemplaza en su función de su moneda de

(9) GONDRA, *op. cit.*, § 285.

(10) GONDRA, *op. cit.*, § 288.

circulación; porque los hechos demuestran que sólo excepcionalmente las costumbres monetarias y bancarias permanecen por largo tiempo irreprochables y sin variación alguna, y se abstienen los gobiernos de maniobrar con la moneda. Así, pues, cuando aquellas costumbres cambian y, correlativamente, los gobiernos se entregan a manipulaciones monetarias peligrosísimas, bajo los más peregrinos pretextos, la moneda verdadera se trueca en moneda falsa, es decir, en moneda que sólo se mantiene en circulación, dice Pareto, por el fraude o la violencia, aunque sean impuestos por la ley; la función de la moneda de circulación se perturba gravemente; y la de la moneda de ahorro se anula por completo ⁽¹¹⁾.

5. Cuando las condiciones de la proposición ricardiana se verifican, la emisión de billetes representa una comodidad y una economía que pueden ser considerables. En este sentido puede aquélla compararse a las fichas de los jugadores, cuya eficacia y comodidad, como medio de circulación y de ahorro dependen del *honor*, vale decir, de las costumbres de los jugadores. El instituto emisor de los billetes puede disponer de una parte de la moneda verdadera que aquéllos reemplazan. “Hay allí, dice Pareto, una fuente de beneficios que parece conveniente atribuir al Estado. La opción no sería dudosa entre aquél y una compañía privilegiada. Pero hay una tercera solución: la de permitir que el público disfrute directamente de las ventajas que procura la economía de la moneda en circulación, que constituye un verdadero capital” ⁽¹²⁾. Si se abandona la emisión de billetes a la libre concurrencia, el coste de producción de este capital sucedáneo de la moneda de circulación y su precio de venta se igualan como en el caso general de la capitalización, según se ha dicho. Las personas que emplean el capital circulante disfrutan, pues, directamente de su reducido precio, como acontece para las operaciones que se realizan en la Cámara de Compensación o *Clearing House*; para las que se realizan con los warrants y otros sucedáneos análogos, que también se abandonan a la libre concurrencia.

Para los billetes, es generalmente el Estado quien percibe los

(11) PARETO, *Cours*, § 272.

(12) PARETO, *Cours*, § 491.

beneficios de la economía de capital circulante: solución que, de hecho, puede ser útil, agrega Pareto, pero cuyo verdadero carácter es necesario comprender bien, puesto que se trata de un impuesto con que el Estado grava la producción de las riquezas, precisamente, de la misma manera que si se atribuyese una parte de la economía de combustible que el progreso técnico realiza en las máquinas (13). En ninguna otra parte se advierte con tanta claridad este carácter impositivo, como en las leyes que transforman en institución permanente la medida de emergencia que se denomina *Control de cambios*.

Bajo libre concurrencia, la economía referida crece con la *velocidad de circulación de la moneda*. El capital circulante, como puede inferirse la misma denominación, tiene una velocidad, que podemos medir groseramente en algunos casos.

El llamado *principio cuantitativo* o teoría *cuantitativa* de la moneda, sobre la dependencia entre el valor unitario de aquella y su cantidad, es muy antigua, pues se la encuentra ya, no sólo en varios antiguos economistas italianos, sino en Hume y en Locke. Pero como casi todos los teoremas monetarios fundamentales, es una de las muchas contribuciones que la ciencia debe a David Ricardo.

Esta teoría enuncia que la cantidad de moneda en circulación, multiplicada por cierto coeficiente denominado *velocidad de circulación*, eficacia o efecto útil (*duty*) de la misma, en la unidad de tiempo (el año, generalmente), es igual al volumen global de las transacciones, esto es, a la masa total de los productos y servicios, multiplicada por el precio medio de los mismos (14).

La velocidad de circulación, puede considerarse de dos maneras, a saber, como el número de veces que la moneda cambia de manos o cumple su función de tal, — noción corriente de la velocidad de circulación, — o como espacio de tiempo que una mo-

(13) PARETO, *Cours*, § 491.

(14) Sea G o gasto anual de la colectividad el conjunto de todas las transacciones en la unidad de tiempo; M, la cantidad de moneda; y V, la velocidad de circulación:

$$G = MV,$$

que podemos escribir:

$$\frac{G}{M} = V.$$

neda emplea en volver a manos de *un* individuo, es decir, que *una* moneda emplea en volver a manos de *un* individuo, es decir, en ser *recuperada* por éste, — noción de tasa de recuperación de la moneda. Esta última es, pues, la recíproca de la velocidad de circulación (15).

Para calcular la velocidad de circulación, dividimos el gasto anual por la cantidad de moneda; para calcular la tasa de recuperación calculamos la recíproca, dividiendo la cantidad de moneda por el gasto anual.

“Entre estas dos nociones, dice Fisher, hay una diferencia enteramente semejante a la que separa los dos procedimientos para medir la velocidad de un tren. En uno de ellos el tren se sigue durante un cierto número de kilómetros, y se anota el tiempo que le ha sido menester para recorrer la distancia. En el otro procedimiento se aposta el observador en un punto determinado, próximo a la vía férrea, y se anota el tiempo empleado por un tren de longitud dada en pasar ante el punto del observador. Seguir el tren de un punto a otro es como seguir una moneda de un individuo a otro; esperar el pasaje del tren por un punto dado es, por el contrario, entregarse al estudio de su tasa de recuperación, sobre el patrimonio de un individuo” (16).

6. Podemos dar a esta teoría otra fórmula que nos permita estimar en su verdadera importancia los hábitos, esto es, las costumbres monetarias y bancarias del público, si relacionamos la cantidad de moneda circulante con la productos y servicios que los individuos adquieren anualmente con la moneda que llevan consigo (se suele llamar *moneda en manos del público*) y con la que compran con sus depósitos bancarios a la vista, mediante cheques.

Tal es la fórmula que Keynes denomina: *índice de las disponibilidades líquidas* (17).

(15) De la ecuación de la nota 14, se deduce:

$$\frac{1}{V} = \frac{M}{G}$$

(16) I. FISCHER, *Purchasing power of money*, apéndice al cap. II, § 2. Hay traducción francesa, París, Giard, 1926.

(17) J. M. KEYNES, *Tratatto della Moneta*, cap. VI, § 1, Treves, Milano, 1932. Sea K la cantidad de productos o cosas que los individuos com-

Una y otra fórmula nos dicen que los precios son directamente proporcionales a la cantidad de moneda en circulación. En efecto, si, en la primera fórmula, no varían la velocidad de circulación y el volumen global de las transacciones, al duplicarse, por ejemplo, la cantidad de moneda en circulación, duplícase también el precio medio de la masa total de los productos o servicios. En la segunda, para que tal proporcionalidad subsista, es necesario que varíen ni la velocidad de circulación ni los hábitos, es decir, las costumbres monetarias y bancarias del público.

pran anualmente con la moneda que llevan consigo (se la suele llamar: *moneda en manos del público*); K' , la que compran con sus depósitos bancarios a la vista mediante cheque (*moneda en poder de los bancos*); R , la proporción de los saldos bancarios en efectivo respecto al importe de los depósitos a la vista; y P , el precio medio de la unidad de cosas o productos comprados. Si M , como en el caso anterior, es la cantidad total de dinero líquido:

$$M = P (K + RK').$$

En la ecuación de la nota 14, según Fischer:

$$G = P' T,$$

de donde P' es, como en la fórmula de las disponibilidades líquidas, el precio medio de la unidad de cosas o productos comprados con moneda; y T , el volumen global de las transacciones. Si llamamos M' a los depósitos bancarios a la vista; y V' , a la velocidad de circulación de los mismos:

$$VM + V' M' = P' T.$$

Tal es la fórmula completa de Fischer, que Keynes denomina *de operaciones al contado* (KEYNES, *ibid.*). ¿Cuál es la relación entre las dos fórmulas? Teóricamente, P y P' son diferentes. Dos artículos, dice Keynes, del mismo precio como objetos de consumo tienen muy distinta importancia relativa como objetos de operaciones monetarias. Si llamamos f a la proporción de P a P' :

$$\frac{P}{P'} = f,$$

o sea:

$$P = P' f.$$

Y substituyendo P y P' por sus valores en las fórmulas anteriores:

$$P = \frac{M}{K + RK'} = P' f = \frac{VM + V' M'}{T} w.f,$$

donde w es la proporción de los depósitos de moneda respecto a los depósitos totales (KEYNES, *op. cit.*, cap. XIV, § IV). La distinción es puramente teórica, pues, como el mismo Keynes lo reconoce, las estadísticas sólo permiten dar, con aproximación muy grosera, valores numéricos a P' (KEYNES, *ibid.*).

Tal es el que suele calificarse con razón de punto débil de la teoría cuantitativa; es a saber, el de admitir que entre la cantidad de moneda líquida en circulación (depósitos bancarios a la vista y moneda en manos del público) y los precios hay una relación de proporcionalidad estricta. *A la larga*, como suele decirse, es probable que tal proporcionalidad subsista, y que, por tanto, si se duplica la cantidad de moneda, se dupliquen también los precios. Como si en medio de la borrasca, dice Keynes, nos consolara el piloto de la embarcación, asegurándonos que, después de ella, sobrevendrá la bonanza ⁽¹⁸⁾.

La historia desastrosa de nuestras viejas emisiones inconvertibles, en cuyo régimen hemos vivido durante casi un siglo, y la de las emisiones gigantescas que originó la guerra de 1914 entre los beligerantes, y a las que hoy se decora con la denominación muy expresiva de *inflación monetaria*, en suma, los hechos, prueban que si varía la cantidad de moneda circulante, varían también los precios, aunque no proporcionalmente, porque, entre tanto, cambian las costumbres monetarias y bancarias del público.

(18) KEYNES, *A tract on Monetary Reform*, trad. italiana, pág. 202, Milano, Treves, 1925.

En mis *Elementos* (§ 320), al enunciar la ecuación cuantitativa de Cambridge, se ha deslizado un grave error que corrijo ahora. Esa fórmula es:

$$P = \frac{kR}{M},$$

en la cual: P es el precio unitario de la moneda legal expresado en trigo; R, el rédito total de la colectividad también expresado en trigo; y k, la proporción de este rédito que aquélla mantiene en forma de títulos a moneda legal. Si el dinero líquido es poseído por la colectividad, parte bajo forma de moneda legal y parte bajo forma de depósitos bancarios, sea c la proporción de dinero líquido que el público tiene en moneda legal; y h, la proporción de la moneda legal a los depósitos:

$$P = \frac{kR}{M} [(c + h (1 - c)]$$

Si R = 1200 millones de quintales de trigo, k = 0,10 M = 120 millones; y c = h = 0,5, la primera fórmula nos da P = 1, y la segunda, P = 0,75. Al intervenir los depósitos bancarios, la cantidad total de dinero líquido aumenta, y el precio de la moneda en trigo descendiendo lógicamente de 1 a 0,75. P no es la cantidad de dinero líquido, como por error se dice en el texto corregido, sino el precio de la moneda en trigo.

7. En la colectividad de nuestro ejemplo, todos los individuos reparten sus réditos monetarios, de modo que, al margen de cada consumo, una unidad de dicho rédito les procura el mismo incremento de satisfacción o bienestar, el mismo incremento de utilidad u ofelinidad, teniendo en cuenta que las utilidades marginales (Pareto las denomina *ofelimidades elementales*) son decrecientes y cuestan distintos precios de moneda. Si así no fuera, si al margen de los distintos consumos, una unidad de sus réditos les procurase distintos incrementos de satisfacción, les convendría retirar algunas unidades de unos consumos para invertirlos en otros; pero mientras así proceden, las utilidades marginales de aquellos consumos crecen; las de los segundos decrecen, hasta que se igualan. Todo movimiento de traslación cesa, en general, cuando las utilidades marginales ponderadas según sus precios en moneda son iguales (19).

Tal es el máximo de bienestar compatible con el estado económico de la sociedad, que define el equilibrio de los gustos o equilibrio del cambio a que se ha hecho referencia.

La inflación monetaria perturba el equilibrio existente, sea que empobrezca o enriquezca a los individuos; y al provocar la desigualdad de las utilidades marginales ponderadas según sus precios en moneda, todos los individuos, unos por estar más ricos, otros por estar más pobres, redistribuyen sus réditos monetarios, en cuanto tratan de adaptarse a las nuevas condiciones de equilibrio provocadas por la inflación. En general, ésta perjudica a los acreedores y beneficia a los deudores de moneda; y recíprocamente, beneficia a los acreedores y perjudica a los deudores de mercadería. Porque, al elevarse los precios, por efecto de la inflación, se reduce la cantidad de cosas o productos que puede adquirirse con la unidad monetaria, o sea, disminuye el poder de compra o *poder adquisitivo de la moneda*.

Todos aquellos que disponen de ingresos monetarios fijos, rentistas, poseedores de títulos de crédito con pagos periódicos fijos, mutuantes a término en vigor, tenedores de letras de cambio, vendedores de mercaderías vinculados por contrato a término en vigor, locadores por contrato a plazo no vencido, empleados pú-

(19) GONDRA, *op. cit.*, § 329.

blicos, etc. ven así sus réditos reales disminuidos. En cambio, se benefician, en cuanto ven sus réditos reales aumentados, los que poseen ingresos monetarios variables, a saber, compradores de mercadería con derecho adquirido por contrato a término, vendedores de mercaderías libres de contrato, propietarios y locadores de cosas y servicios igualmente libres de contrato, trabajadores asalariados, etc.

Esta variedad de efectos a que da lugar la incidencia de la inflación sobre los réditos monetarios individuales, explica en gran parte la diversidad de actitudes individuales frente al peligro de la inflación. Los deudores de moneda y, desde luego, los gobiernos, que suelen ser los deudores más poderosos y temibles, son los que con mayor frecuencia y con más abundante copia de formas, denominaciones y pretextos la reclaman y hasta la imponen al resto de la colectividad.

Desde los tiempos más remotos de la historia, el empeoramiento de la moneda, esto es, el descenso de su poder adquisitivo es obra de la *deudocracia*, quiero decir, de la influencia política de la clase de los deudores y la voracidad fiscal de los gobiernos, particularmente, cuando los segundos se convierten en instrumentos de los primeros. Unos y otros, deudores y gobiernos, tienen entonces la posibilidad y el interés común de emplear la falsificación o envilecimiento de la moneda, como medio impositivo fácil, barato y rigurosamente proporcional a los bolsillos, ya que no al bienestar de las víctimas, las cuales, por lo común, no son las clases más activas y viriles de la población. De tal suerte, deudores y gobiernos pueden jurar y juran, en efecto, he escrito recientemente, que pagan lo que deben, como juraba el viejo del báculo ante Sancho en la ínsula Barataria (20).

8. La inflación es equivalente hasta cierto punto a una operación de crédito, en unos casos; y en otros, a un impuesto al capital, que puede llegar al odioso extremo de la confiscación total, como aconteció en Rusia en 1919, y en Alemania en 1923.

(20) GONDRA, *Algo sobre los originales e ingeniosos planes monetarios del P. E.*, publicado por *La Prensa*, núm. del 21 de febrero de 1935. Cf. GONDRA, *Problemas sociales y económicos del momento*, Roldán, Buenos Aires, 1934: estudio titulado *Inflación monetaria y redistribución de réditos*, págs. 13-102.

Supóngase que, en un momento dado, circulan en un país 360 millones de billetes inconvertibles, que valen en oro 90 millones. Cada billete vale, pues, 0,25 en oro. Si el Gobierno aumenta la emisión en 90 millones más, elevándola, por ejemplo, a un total de 450, y si la cantidad total de oro no varía, el precio del billete en oro desciende a 0,20. En definitiva ocurre lo mismo que si el Gobierno, en vez de aumentar la circulación de billetes, establece un impuesto de 72 millones, sobre todos los tenedores de billetes, gravando a cada uno de ellos en la proporción de 20 por ciento. Los 90 millones de la emisión valen en oro lo mismo que los 72 millones del impuesto; se recaudan más fácilmente y con menos coste; y extinguen deudas nominales iguales en uno y en otro caso. Por esto, los gobiernos (los malos gobiernos, decía Alberdi) prefieren la emisión. Los billetes de aquella son así los títulos representativos de una operación de crédito.

La emisión como medio impositivo es un recurso de emergencia, explicable durante el estado de guerra, por ejemplo, cuando no puede hacerse uso de otros medios menos dolorosos y perjudiciales. Si los billetes vuelven a su valor anterior 0,25, esto es, si el Gobierno retira los nuevos billetes en circulación, se ha hecho en definitiva una operación de crédito: la emisión equivale a un préstamo que no se restituye a los mismos que lo concedieron, y que, por consiguiente, perturba la distribución existente de la riqueza. Si los nuevos billetes no se retiran de la circulación (es lo que de ordinario acontece, por aquello de los malos gobiernos que dijo Alberdi) la emisión equivale simplemente a un impuesto.

La emisión puede también practicarse, rebajando el título o el peso de la moneda verdadera que debe darse por conversión de los billetes, como acaba de hacerlo el Gobierno de la Nación, mediante las nuevas leyes bancarias o monetarias. Al fijarse en cuarenta y tres mil pesos el precio de una barra de oro tipo (0,900 de fino) de 400 onzas *troy*, equivalentes a 12,441 kilogramos, el valor del peso oro se rebaja en más de 50 por ciento. El Gobierno puede, pues, por este solo concepto, realizar legalmente, por intermedio del Banco Central, una emisión que no sería menor de 400 millones de pesos.

La inflación tiene un límite infranqueable más allá del cual

no puede prolongarse. Y ese límite se alcanza, cuando el público modifica sus costumbres monetarias y bancarias y reduce a un mínimo ínfimo el empleo de la moneda, como ya observaba Ricardo, discutiendo un caso abstracto, en 1817 (21). Si el público se defiende de tal manera, llegando si es necesario hasta el trueque directo de los productos, y reduciendo el empleo de la moneda a la parte ínfima exigida por algunas transecciones al menudeo, el rendimiento impositivo de la inflación desaparece. Se reduce al mínimo la materia sobre la que incide el impuesto de la inflación. La velocidad de circulación crece vertiginosamente; y la moneda se transforma en un asuca que es necesario tocar apenas y pasar a los otros para que no nos abrase los dedos.

Un ejemplo ilustrará el punto. Si un individuo conserva un billete un año, durante el cual se deprecia gradualmente en 50 por ciento, tal será su pérdida. Si le conserva tres meses, la pérdida será 12,5 por ciento; en un mes, 4,11 por ciento; en 15 días, 7,8 por ciento; en un día 0,18 por ciento. Cuanto más se acelera la inflación, tanto más vertiginosamente crece la velocidad de circulación; tanto más rápidamente decrece la tasa de recuperación. Refiere Keynes que en Viena, durante el derrumbe monetario, surgieron como hongos, en cada esquina, bancos donde podían cambiarse las coronas por francos suizos a los pocos minutos de haberlas recibido, para evitar el riesgo de perder el cambio, durante el tiempo necesario a fin de llegar al propio banco. Un chascarrillo de actualidad decía que un hombre prudente, en el café, si se proponía beber cerveza con cierta abundancia, debía pedir simultáneamente todos los medios litros o litros que pensaba mandarse, a riesgo de beber tibios algunos o muchos de ellos, para evitar que, entre tanto, subiera el precio. El bebedor, — en este caso, el buen bebedor, — aseguraba el precio, cubriendo el riesgo del alza con una prima pagada en grados de refrigeración de la cerveza.

9. En la colectividad de nuestro ejemplo, los individuos, como se dijo, *venden* sus servicios productores, *compran* lo que consumen y *ahorran* la diferencia entre la compra y venta. Conviene ahora examinar más minuciosamente este *ahorro*. Tendremos

(21) GONDEA, *op. cit.*, §§ 337 - 338.

así algunas premisas monetarias de las que sacaremos después conclusiones importantes.

Los individuos conservan e *invierten* directamente, como ahorro, una parte de sus propios servicios productores. Otra parte del ahorro se transforma en moneda, es decir, se transforma en capital circulante; y queda en poder de los individuos, para ser directamente invertido por ellos u ofrecido a los empresarios de la producción. Es así cómo se suscribe o se compra una buena porción de acciones, obligaciones y otros títulos de *inversión* productiva o industrial. Otra parte por último, afluye a los bancos, donde los individuos lo mantienen como dinero líquido (depósitos a la vista), o a plazos fijos, sean o no de caja de ahorros, plazos generalmente breves, según las inclinaciones y designios de los depositantes.

Casi no es necesario agregar que, al sobrevenir la inflación, como el oro, esto es, la verdadera moneda, desaparece, o aumenta considerablemente su precio, cuando no lo confisca el gobierno y lo *atesora*, disimulando el hecho con muchas e ingeniosas metonimias, la transformación directa del ahorro en cosas y servicios productores tiende a crecer a veces desmesuradamente; y la transformación del mismo en moneda, es decir, en capital circulante, cesa.

También refiere Keynes que en Rusia y en Alemania, durante el delirio de la inflación, los trabajadores, al cobrar sus salarios, arrebatában los billetes y corrían a todo lo que daban sus piernas, hasta la feria o mercado más próximo, donde compraban cosas, cualesquiera que fuesen y aunque no las necesitasen, temerosos de que, durante el trayecto, aquéllas subiesen de precio.

Lo singular y lo cómico del caso es que los gobiernos amenazan entonces con las penas más feroces a los que atesoran oro y compran chafalonía, por entregarse a estas formas de atesoramiento de que ellos comienzan por dar el más grande y el peor ejemplo; lo cual se debe, sin duda, como ya lo apuntó Alberdi, a que los gobiernos, por su propia naturaleza, no le pueden hacer revolución a la oposición (22). Es natural, pues, que ellos, que, cuando no se distraen, representan el interés público, puedan hacer co-

(22) ALBERDI, *Obras Completas*, vol. VI, pág. 241.

mo cosa lícita lo que es imperdonable delito en los individuos.

Los bancos, por lo que se deja dicho, son como grandes colectores del ahorro que se transforma en moneda o capital circulante, y que luego prestan a los empresarios de la producción. La tasa del interés o *descuento bancario* sigue, por consecuencia las fluctuaciones de la demanda y la oferta de ahorro monetario. Crece cuando aquélla es mayor que ésta; en caso contrario decrece.

En general, el ahorro es **voluntario**, y no depende solamente de las fluctuaciones de la tasa del interés. Una disminución de aquélla puede ser compatible con un aumento en la acumulación del ahorro; porque los individuos ahorran, por motivos de conveniencia, vale decir, para intensificar su producción; pero también, por motivos de mera previsión, que contempla la satisfacción de necesidades futuras.

Hay, sin embargo, un ahorro *compulsivo*, como ya le denominó Stuart Mill, que se realiza siempre a través de la inflación del crédito bancario. En general, los bancos prestan a sus clientes el ahorro monetario que les entregan sus depositantes. Agregan a veces parte de sus propios capitales monetarios, cuando se trata de préstamos muy breves y seguros, porque aquellos son como la prima de seguro que cubre los riesgos de que el ahorro prestado no sea restituído, y garantiza, por consiguiente, a los depositantes la restitución de sus depósitos.

Mas cuando el ahorro monetario afluye considerablemente a los bancos, éstos pueden *crear* nueva moneda, esto es, crear nuevos depósitos, mediante la concesión de créditos documentados y en cuenta corriente o *descubiertos* bancarios, — operación que hoy estimulan y facilitan los bancos centrales, a veces de un modo abusivo y profundamente perjudicial, como se verá. Mediante tales depósitos, pueden los bancos aumentar la cantidad de moneda que prestan a los empresarios de la producción, provocando o estimulando de tal suerte un aumento de la producción.

La moneda nuevamente creada en manos de los clientes de los bancos es continuamente arrojada al mercado, en concurrencia con la moneda que ya existe en manos del público, elevando los precios en desventaja del mismo, y deprimiendo el consumo de que había esperado disfrutar. Esta elevación de precios en-

traña una disminución en el valor real de la moneda atesorada por el público; y en definitiva es posible que una parte de éste trate de restituir el valor a su antiguo nivel, y que para tal fin disminuya su consumo, realizando así un acto adicional de ahorro. más allá de lo que se proponía, compelido por la acción de los bancos (23).

En síntesis, por intermedio de los bancos, como ya observaba Stuart Mill, en las primeras ediciones de su *Principles of Political Economy*, el ahorro se transfiere de los depositantes a los prestatarios, y se transforma en capitales nuevos, es decir, en *inversiones* industriales. Tal es el que los economistas llaman hoy ahorro espontáneo, que no es en realidad sino una parte del mismo. Pero los bancos pueden *forzar*, a veces, el ahorro, creando nueva moneda, mediante la *expansión* del crédito bancario y, muy particularmente, mediante la concesión de descubiertos o créditos en cuenta corriente. Tal es el que Stuart Mill denominaba ahorro compulsivo (*compulsory saving*); y que algunos economistas contemporáneos, como Schumpeter y Mises, creyéndolo cosa nueva, llaman *ahorro forzado* (*erzwungenes Sparen*) (24).

10. Tal es, a grandes rasgos, la vieja teoría de la moneda y del crédito: la teoría que nos legaron los clásicos, y quedó definitivamente fijada desde los tiempos de David Ricardo y Stuart Mill; y que nosotros hemos preferido vestir con el ropaje hoy más elegante pero no más claro del equilibrio económico, desde luego, para rendir a sus creadores ilustres el tributo de justicia que les debemos, reconociendo lo mucho que aportaron al enriquecimiento de la ciencia económica, y lo muy poco que desde entonces hemos progresado; y además, para facilitar su comparación, que será materia de las lecciones próximas, con las nuevas teorías y, señaladamente, con las teorías mediante las cuales explicamos hoy los movimientos dinámicos de la crisis o del ciclo económico.

(23) GONDRA, *op. cit.*, § 537 y nota de la pág. 400.

(24) *Nuova Collana di Economisti*, vol. VI, nota de la pág. 341, Torino, 1932. Cf.: ST. MILL, *Principles of Political Economy*, libro I, cap. V, § 4; libro III, cap. XI, § 1, nota, pág. 512, ed. Longmans, Green and Co., London 1915. M. FANNO, *Cicli di produzione, cicli del credito e fluttuazioni industriali*, Giornale degli economisti, mayo, 1931, pág. 359, nota.