

LA POLITICA DEL PRECIO DEL ORO: LA DECADA DE 1930

Por
Jaime Daremblum

Históricamente el oro ha sido un medio de pago de aceptación internacional. En nuestro mundo contemporáneo, el oro constituye un elemento importante de las reservas monetarias oficiales y el principal medio de referencia en materia cambiaria. Es lógico entonces que algunos de los planes para reformar o mejorar el sistema monetario internacional se hayan centrado en el oro.

El vínculo entre el dólar de los Estados Unidos de América y el oro por una parte, y por otra el rol del dólar en la economía internacional, han hecho del precio oficial del metal —o sea la paridad del dólar— un problema candente no sólo en el campo financiero sino también en el político. En la década de 1930, las políticas descoordinadas de las grandes potencias produjeron finalmente un reajuste mundial en el precio del oro. En la actualidad, se han formulado propuestas para realizar un reajuste coordinado que incremente en forma sustancial el valor de los inventarios monetarios. Aunque los proponentes coinciden en la receta, difieren notablemente en el por qué de la misma, y —de mayor importancia aún— en qué sistema monetario internacional esperan como resultado de esta medida.

El presente estudio está dedicado a examinar las políticas seguidas por los principales países, en especial por los Estados Unidos de América, con relación al oro en los años de la década de 1930.

Hemos considerado oportuna esta publicación, no sólo por su perspectiva histórica, sino también porque nos ayudará a comprender mejor los factores políticos que hoy día inciden sobre las negociaciones para reformar el sistema de pagos internacionales.

1) La Devaluación del Dólar

Después de sufrir conversiones masivas a oro, precipitadas por Francia, el 21 de setiembre de 1931 Gran Bretaña abandonó el Patrón Oro y dejó fluctuar la libra esterlina en busca de un nivel más realista (1). La desintegración del orden monetario existente se

(1) Política que Keynes había recomendado vigorosamente desde el comienzo del período de la post-guerra. Véase sus *Essays in Persuasion* (London; Rupert Hart-Davies, 1952), especialmente pp. 195 y s.s. Véase también George N. Halm, *Economics of Money and Banking* (Homewood, Illinois; Richard D. Irwin, Inc. 1961) pp. 487-489.

había iniciado en los últimos años de la década anterior, cuando numerosos países, después de tratar infructuosamente de preservar paridades cambiarias totalmente desajustadas con los costos y precios existentes, abandonaron el Patrón Oro (2).

El temor a incurrir en pérdidas a causa de la inestabilidad cambiaria prevaleciente, precipitó renovadas carreras por acaparar oro, lo que resultó en una liquidación en gran escala de reservas oficiales en moneda extranjera (3).

Información recopilada por Ragnar Nurkse sobre las reservas de 24 bancos centrales europeos, indica que el monto de sus divisas extranjeras bajó de su punto más alto, equivalente a unos U.S. \$2.5 mil millones en 1928 a apenas U.S. \$500 millones en 1932 (4). En términos relativos, en dicho período la proporción de moneda extranjera a reservas totales bajó de 42 por ciento a 8 por ciento, con un aumento correspondiente en las reservas de oro. Mientras el nivel agregado de reservas (oro y divisas) de los 24 países aumentó aproximadamente en un 6 por ciento entre 1928 y 1932, si excluimos a Francia, el total para los restantes 23 países disminuyó durante el mismo período en más de un 15 por ciento.

El impacto contradictorio en las reservas internacionales resultante de la conversión de divisas a oro, se incrementó dramáticamente cuando la presión sobre los países centro de reservas fue a su vez transferida a países deudores al darse por terminadas operaciones de crédito y requerirse el pago de préstamos. El reverso de flujos de capital, unido a la caída de precios, acentuó gravemente la depresión mundial.

La guerra tarifaria con que los países trataron de defenderse de la caída de precios desde 1929, subsecuentemente se combinó con una ola de devaluaciones y controles cambiarios. Las numerosas variedades de políticas de "empobrecer al vecino" ("beggar-my neighbor"), incluyendo depreciaciones competitivas, la creación de bloques cambiarios y el trastorno del comercio mundial, son las características más sobresalientes de este período. Se ha estimado que la producción industrial mundial y el volumen real del comercio para mediados de 1932 había disminuido a algo menos del 70 por ciento de los respectivos promedios de 1929.

El nivel de producción industrial de 1929 no se llegó a recobrar sino hasta en 1935, mientras que el nivel de comercio de aquel año no fue alcanzado sino hasta en 1937 (5).

La liquidación del Patrón Oro — Cambios en Europa puso presión sobre el dólar, causando fugas de oro de los Estados Unidos. Esta salida de oro, que en su primera etapa duró, salvo algunas breves interrupciones, desde setiembre de 1931, hasta junio de 1932, ocurrió durante una época en que los Estados Unidos trataban de seguir una política de

(2) William Adams Brown Jr., *The International Gold Standard Reinterpreted 1914-1934* (New York: National Bureau of Economic Research, 1940, 2 volúmenes) Vol. II, pp. 1073, 1076. Al igual que Keynes, Per Jacobson señaló al comienzo de la post-guerra los peligros deflacionarios inherentes a tratar de mantener las paridades sobrevaluadas del período previo a la Primera Guerra Mundial, dadas las restricciones que ello imponía en política monetaria. Este punto de vista, confirmado por la caída general en precios, fue acogido en un informe de la Comisión del Oro de la Liga de las Naciones, el cual recomendó disminuir los porcentajes de encajes sobre pasivos monetarios. Per Jacobson, *Some Monetary Problems International and National* (Basle: Oxford University Press 1958) pp. 17-19.

(3) Ragnar Nurkse, *International Currency Experience* (League of Nations: 1944) pp. 39-40.

(4) Ibid., Apéndice II, pp. 234-235. No está claro si los datos se refieren a promedios anuales o a cifras para finales del período indicado.

(5) Leland B. Yeager, *International Monetary Relations* (New York: Harper and Row, 1966) p. 294.

expansión monetaria. Consideraciones de orden legal relativas a lo adecuado del encaje en oro sobre moneda en circulación, llevó al Banco Federal de Reserva a discontinuar su política de mercado abierto en valores de Gobierno y a elevar su tasa de redescuento. Estas medidas resultaron en una contradicción múltiple de crédito y en una seria caída en la oferta monetaria (6).

La aprobación del Acta Glass - Steagal en febrero de 1932, liberó una gran parte de los inventarios de oro para respaldo de moneda en circulación, lo que permitió renovar las políticas monetarias expansionarias, no obstante la persistente —aunque más mitigada— salida de oro. Sin embargo, hacia fines de 1932, una serie de quiebras bancarias y la incertidumbre causada por una nueva administración, provocaron una renovada fuga de oro de los Estados Unidos (7). La coincidencia de retiros masivos de depósitos bancarios con la fuga de oro, llevó al Banco Federal de Reserva a aumentar una vez más su tasa de redescuento.

Es ilustrativo del pensamiento económico que prevalecía en la época, el que la preocupación con las reservas de oro y el preservar el Patrón-Oro llevara a las autoridades a adoptar medidas deflacionarias en el fondo de una depresión (8). La intensidad de la crisis financiera llegó a un punto tal que fue necesario declarar feriados bancarios en todo el país a fin de prevenir un resquebrajamiento global del sistema bancario (9).

La inauguración del Presidente Roosevelt el 4 de marzo de 1933, marcó la cima de la crisis, habiendo los Bancos Federales de Reserva prácticamente agotado su capacidad legal de otorgar créditos. La nueva administración adoptó de inmediato una serie de medidas con las que se logró restaurar las operaciones bancarias normales a mediados de marzo. Las transacciones en oro y en moneda extranjera fueron severamente restringidas, y las exportaciones de oro, así como la tenencia privada del metal, de hecho fueron prohibidas. El dólar fue dejado fluctuar durante el resto de 1933. Para julio, la especulación provocada por las ampliamente anunciadas políticas expansionarias habían deprimido el dólar en cerca de un 30 por ciento en relación a las paridades de las monedas del bloque-oro. La especulación se intensificó en octubre debido a la política de compras de oro proclamada por el Presidente Roosevelt en un discurso difundido por la radio que en parte decía:

“Nuestro dólar está del todo, grandemente influido por los accidentes del comercio internacional, por las políticas domésticas de otras naciones y por los disturbios políticos en otros continentes. Por lo tanto los Estados Unidos deben tomar firmemente en sus propias manos el control del valor oro de

(6) Durante el período de cinco meses comprendido entre el 31 de agosto de 1931 y enero de 1932, el total de dinero disminuyó en un 12 por ciento, equivalente a una tasa anual del 31 por ciento. Milton Friedman y Anna Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States: 1867-1960*, (Princeton, New Jersey: Princeton University Press 1963) p. 345.

(7) Franklin D. Roosevelt fue electo Presidente en noviembre de 1932. “Después de la elección corrieron rumores que la nueva Administración intentaba devaluar... el efecto de los rumores y el de no desmentirlos, fue que por vez primera en el curso de la contracción, la fuga internamente tomó en parte la forma de una creciente demanda por monedas y certificados de oro, reforzando así la fuga externa originada en la acumulación especulativa de moneda extranjera”. Friedman y Schwartz op. cit., pp. 9-10.

(8) Ibid., pp. 301 y Brown *The International Gold Standard Reinterpreted*, Vol. II, pp. 1222-1237

(9) Friedman y Schwartz estiman que el total de dinero declinó sólo en el mes de febrero de 1933 en un 4.5 por ciento o sea a una tasa anual del 56 por ciento. Op. cit., p. 349.

nuestro dólar. Esto es necesario para evitar que trastornos con el dólar nos alejen de nuestro objetivo final, o sea, la continua recuperación de nuestros precios. Como un medio efectivo adicional con este propósito, voy a establecer un mercado gubernamental para oro en los Estados Unidos... con precios que serán determinados de tiempo en tiempo.... Como fuere necesario para el propósito indicado, nosotros también compraremos o venderemos oro en el mercado mundial" (10).

El precio oficial del oro en los Estados Unidos fue aumentado en distintas etapas —algunas veces diariamente— de su paridad anterior de U.S. \$20.67 la onza a un poco más de U.S. \$34.00 la onza en diciembre de 1933 (11). Como Nurkse señala "las cantidades (de oro) compradas fueron pequeñas, y el principal efecto de la política fue el alentar la especulación privada contra el dólar" (12).

La culminación de estas medidas fue la adopción del Acta de Reservas de Oro el 30 de enero de 1934. Bajo sus provisiones el título al oro monetario mantenido por los Bancos Federales de Reserva fue transferido al Gobierno, que entonces obtendría las ganancias de una revaluación; autorizó al Presidente a definir el contenido en oro del dólar a un nivel que no excediera el 60 por ciento de su peso anterior; dio al Secretario del Tesoro facultades amplias, además de las existentes, relativas a la compra y venta de oro, para intervenir en el mercado cambiario a fin de promover la estabilidad cambiaria, y con este fin se establecería un fondo de U.S. \$2 mil millones proveniente de las ganancias de la revaloración del oro.

El 31 de enero de 1934, el Presidente fijó el contenido en oro del dólar en un 59.06 por ciento de la paridad anterior de U.S. \$20.67 la onza, con el derecho a variar esta definición en el futuro dentro de un margen del 10 por ciento. Al día siguiente el Secretario del Tesoro anunció que el Banco Federal de Reserva de Nueva York, actuando como agente del Tesoro, compraría cantidades ilimitadas de oro a U.S. \$35.00 la onza. El Tesoro también vendería oro, pero sólo a las autoridades monetarias extranjeras (13).

La Teoría Warren-Pearson

En virtud de las medidas antes descritas, los Estados Unidos retornaron a un tipo especial del Patrón Oro, con la característica de una convertibilidad específica al oro exclusivamente para autoridades monetarias. El deliberado estímulo oficial a depreciar el dólar en los mercados cambiarios, y su final devaluación, se produjeron en momentos en que los Estados Unidos tenían un superávit en la cuenta corriente de su balanza de pagos.

(10) Brown, *The International Gold Standard Reintegrated*, Vol II, pp. 1295-1296

(11) Después del 25 de octubre, el precio fue fijado diariamente por el Presidente y sus consejeros reunidos para el desayuno en el dormitorio del Presidente. El entonces Secretario del Tesoro Henry Morgenthau, Jr., escribió en su diario: "Si alguien alguna vez se entera de cómo nosotros realmente establecemos el precio del oro a través de una combinación de números de la suerte, etc... creo que realmente todos se asustarían". Agrega Arthur M. Schlesinger, —"En realidad, el precio podría haber sido fijado mediante una combinación de números de la suerte como por cualquier otro medio". *The Coming of the New Deal* (Boston: Houghton Mifflin Company, 1958), p. 241.

(12) Nurkse, *International Currency Experience*, p. 123.

(13) Brown, *The International Gold Standard Reintegrated*, Vol. II, p. 1296

Debe considerarse que el dólar en su paridad anterior estaba ya sub-valorizado y, en consecuencia, excesivamente devaluado conforme al nuevo precio del oro (14).

Aun más intrigante es el simple hecho de un retorno al Patrón Oro —cualesquiera fuera su forma— después de haberlo condenado vehementemente por las innecesarias restricciones que forzaba sobre las políticas domésticas (15).

La política del oro en la Administración Roosevelt parece haber sido fuertemente influida por las ideas de un asesor del Presidente, el profesor George F. Warren, economista agrícola de la Universidad de Cornell. Las teorías del Profesor Warren están expuestas en su libro *Prices*, publicado conjuntamente en 1933 con su colega, el Profesor Frank A. Pearson (16).

Brevemente expuesta, la teoría Warren-Pearson sostiene que cambios en el nivel de precios son determinados por movimientos en el precio del oro, y que en consecuencia un aumento en la paridad-oro efectiva de la moneda (una devaluación) resultaría en un creciente nivel de precios (17).

Este postulado es alcanzado después de un análisis histórico del valor de intercambio del oro tanto en Gran Bretaña como en los Estados Unidos, antes y después de la Primera Guerra Mundial, lo cual según los autores —demuestra la relación entre la oferta de oro y los precios durante los 75 años que precedieron a la guerra, y entre la demanda por oro y los precios en los años de la post-guerra.

En referencia al primer período, los autores llegaron a la conclusión que el nivel de precios (18) dependía exclusivamente de la producción de oro (19). Sin embargo, como prueba de su tesis ofrecen estadísticas sobre las relaciones entre la producción de oro, oro

(14) George N. Halm, *Economics of Money and Banking*, p. 489.

(15) Se ha sugerido que este desarrollo constituyó una capitulación de la Administración Roosevelt ante las presiones de banqueros y empresarios conservadores que abogaban por un retorno al oro. Véase Frank D. Graham y Charles R. Whittlesey, *Golden Avalanche*, (Princeton, New Jersey: Princeton University Press 1939), pp. 78-79.

(16) George F. Warren y Frank A. Pearson, *Prices* (New York: John Will y Sons, Inc., 1933). Un análisis crítico de las teorías de Warren y otras relacionadas, se encuentra en Charles O. Hardy, *Is There Enough Gold?* (Washington, D.C., The Brookings Institution, 1936), Part II, "The Warren-Pearson Price Theory". Un punto de vista algo más condescendiente se expresa en G. Griffith Johnson, Jr. *The Treasury and Monetary Policy 1933-38*. (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 1939), pp. 16-17.

(17) La metodología seguida por Warren y Pearson es una variante de la desarrollada por Gustav Cassel, primeramente publicada en su *The Theory of Social Economy* (1923) y luego refinada y resumida en el Anexo X del *First Interim Report of the Gold Delegation* (1930). Cassel correlaciona los inventarios de oro con precios para el período 1850-1910, y hace proyecciones sobre el monto de oro requerido para mantener los precios estables en una economía mundial en crecimiento. Aparte de las fallas estadísticas en su método que han sido señaladas por varios autores, la teoría del Profesor Cassel, de correlacionar inventarios totales de oro con precios, se convierte en una cruda variante de la teoría cuantitativa del dinero. Cálculos similares fueron realizados sobre la base de oro monetario en vez de inventarios totales de oro, por I. Kitchin (*First Interim Report of the Gold Delegation of the Financial Committee*, League of Nations, 1930, Annexes VII and XI) y por Lionel D. Edie ("Gold Production and Prices Before and After the World War"), *Indiana University Studies*, Vol. XV, No. 78, March 1928). Un análisis de esta escuela del pensamiento se encuentra en Hans P. Neisser, "The Price Level and the Gold Problem", *American Economic Review*, Vol. XXX, No. 5, February 1941, especialmente pp. 13-17; y C.O. Hardy, *Is There Enough Gold?*

(18) Lo que ellos denominan "nivel general de precios" son en realidad índices de precios mayoristas. Véase Hardy, *Is There Enough Gold?*, pp. 133-134.

(19) *Prices*, pp. 104-105.

monetario, crédito bancario y precios, lo que súbitamente transforma su teoría en una variante de la teoría cuantitativa del dinero (20).

“Si las implicaciones... son válidas, el oro es sólo un factor indirecto en la determinación de precios. La política crediticia es el factor dominante, y la correspondencia entre el oro y los movimientos de precios... fue accidental, en el sentido de que dependía de la estabilidad en la proporción de inventarios de oro al volumen de crédito bancario que se piramidaba sobre dichos inventarios” (21).

El examen del período de la post-guerra es todavía menos afortunado. La falta de correspondencia entre la producción de oro y precios en esos años es atribuida por los autores a cambios marcados, no especificados, en la demanda por oro resultante de lo que ellos denominan un “súbito” retorno al oro en 1929 (22). Sin embargo, ningún intento se hace por analizar, o aún mencionar, factores de demanda para el período de los 75 años de la pre-guerra. Como Hardy señala, su narrativa histórica no sólo no corresponde con la verdadera historia del proceso de estabilización de la post-guerra, sino que también está plagada de inconsistencias estadísticas (23).

Warren y Pearson, habiendo establecido *a priori* que la depresión se debía a una escasez de oro, concluyen que “hay sólo un camino para aumentar los precios de los productos; este es reduciendo los gramos de oro en el dólar” (24).

Su receta es dada sobre la base individual de cada país, ya que ellos visualizan un ajuste automático armonizador de las medidas nacionales independientes:

“Cada país debería revaluar su moneda sobre tal base para restaurar el balance en su estructura interna de precios, impuestos y deuda, y suficientemente para iniciar empleo. No debe permitirse que consideraciones de índole internacional interfieran con este procedimiento. Si cada país procede de esta manera, las relaciones internacionales serán automáticamente traídas a un cercano ajuste. Los Estados Unidos deberían revaluar el dólar a un nivel que sea mejor para sus asuntos internos” (25).

No obstante sus numerosas y obvias fallas, la teoría Warren-Pearson sirvió los intereses de grupos del Gobierno y del Congreso que favorecían medidas de recuperación (26). La preocupación por lograr un aumento de precios obedecía a la prevaiente confusión entre precios crecientes como un síntoma de la intensificación de la actividad económica, y aumentos de precios como causa de la recuperación económica (27).

(20) Ibid., pp. 91-96.

(21) Hardy, Op. cit., p. 140

(22) *Prices*, pp. 112-117

(23) Op. cit., pp. 151-173

(24) *Prices*, pp. 392-393

(25) Ibid., p. 393

(26) G. Griffith Johnson Jr., *The Treasury and Monetary Policies*, pp. 16-17.

(27) Leland Yeager, *International Monetary Relations*, p. 306

Una devaluación puede tener un impacto inflacionario tanto por su efecto en los precios de los productos comerciados internacionalmente, como por proveer una base más amplia de reservas para una expansión monetaria. Dada la combinación de las políticas seguidas por la Administración Roosevelt, el intento de aumentar precios mediante la devaluación del dólar fue poco exitosa.

Los precios de productos manufacturados estaban a setiembre de 1937 —en la cúspide que precedió la recesión de 1937-38— a sólo un 35 por ciento por encima del nivel del primer trimestre de 1933, previo a la depreciación del dólar (28). Este movimiento de precios, que no llenó la medida total de la devaluación, se produjo gradualmente conforme otras políticas fueron llevadas a efecto con el propósito de expandir la demanda agregada (29). Durante el mismo período, precios al por mayor —que están más influidos por productos comerciados internacionalmente— aumentaron en cerca del 50 por ciento, o sea 20 puntos porcentuales menos que la magnitud de la devaluación, mientras que el costo de vida subió en sólo un 13 por ciento (30).

La potencial expansión monetaria que se suponía que la devaluación iba a proveer, no se materializó. El substancial incremento en reservas resultante de la revaluación de los inventarios de oro, combinado con el subsecuente influjo de oro, le dio al sistema bancario una base dramáticamente más amplia para una expansión crediticia. Sería suficiente hacer notar en este sentido, que no obstante los intentos del Tesoro por esterilizar oro y los sucesivos aumentos en los requisitos de encaje del Banco Federal de Reserva, el exceso en reservas de los bancos miembros era aún en 1940-41, de alrededor de U.S. \$7 mil millones (31). Tan vasto exceso de reservas, en un período de tasas de interés relativamente bajas (32), no podía ser explicado por las teorías económicas tradicionales e ilustraba lo inadecuado de la política monetaria para, por sí sola, afectar la demanda agregada (33).

El experimento de compras de oro inspirado por el Profesor Warren, pronto desilusionó a la administración una vez que se hizo evidente que ello no tendría el preciso y automático efecto en el nivel de precios que Warren con tanta confianza había predicho.

En realidad, los precios mayoristas declinaron en noviembre y diciembre de 1933 (34). No obstante la insistencia de Warren en que se continuara la política de alzas en el

(28) Hans P. Neisser, "The Price Level and the Gold Problem", *American Economic Review*, Vol. XXX, No. 5, February 1941, pp. 7-8

(29) Fritz Machlup "Eight Questions on Gold", *American Economic Review*, February 1941, p. 30. Para una vívida descripción de cómo las ideas de Keynes influyeron en la política del "Nuevo Trato" (New Deal), véase Arthur M. Schlesinger Jr., *The Politics of Upheaval*, (Boston: Houghton-Mifflin Co., 1960), pp. 400-408.

(30) Friedman y Schwartz, Op. cit., pp. 496-497

(31) George N. Halm, *Economics of Money and Banking*, p. 216

(32) La tasa de redescuento del Banco Federal de Reserva de Nueva York permaneció en un 1.5 por ciento desde inicios de 1934 hasta mediados de 1937, cuando fue disminuido al 1 por ciento, permaneciendo en ese nivel por más de 5 años. Friedman y Schwartz consideran esta tasa alta en relación con las tasas prevalecientes, e indican que "la tasa de descuento en New York nunca fue inferior al promedio de valores comerciales de 4 a 6 meses, en ninguna semana en los 8 años hasta 1941". Op. cit., pp. 512-514.

(33) Halm, Op. cit., pp. 218-219.

(34) Arthur M. Schlesinger, *The Coming of the New Deal*, p. 246

precio del oro hasta el tope legal permisible (U.S. \$41.34 la onza), el Presidente decidió en enero de 1934 estabilizar la paridad-oro del dólar al nivel de U.S. \$35.00 la onza y dismantelar el experimento de compras de metal.

Consecuencias Internacionales de la Devaluación del Dólar

La devaluación del dólar fue seguida de un realineamiento de tasas cambiarias en muchos otros países, lo cual fue acompañado de intensos movimientos de capitales. Los países del bloque-oro, encabezados por Francia, decidieron mantener sus paridades prosiguiendo con tal fin políticas deflacionarias (35).

Esto probó no ser viable y dichas paridades fueron eventualmente abandonadas. Checoslovaquia devaluó en febrero de 1934 y Bélgica en marzo de 1935, mientras que Francia resistió hasta setiembre de 1936. El realineamiento de tipos cambiarios en el bloque-oro, generado por la devaluación del franco francés, no llegó a durar por mucho tiempo ya que el franco continuó depreciándose durante 1937 bajo el impacto de políticas de recuperación iniciadas desde mediados de 1935. El franco francés, y con él las otras monedas del bloque-oro, fue estabilizado en mayo de 1938 y fijado con la libra esterlina, la cual a su vez estaba fijada al dólar.

Nurkse sugiere que a finales de 1936 "las relaciones cambiarias entre las principales monedas libres no eran muy distintas de lo que habían sido en 1930, antes de que se iniciara el ciclo de devaluaciones" (36).

Esto, sin embargo, no pareciera reflejarse adecuadamente en los datos que le sirvieran de fundamento y que se presentan en el Cuadro 1. El perfil de relaciones entre tasas cambiarias a finales de 1936 indica una marcada subvaluación del dólar de los Estados Unidos de América con respecto a la mayoría de las monedas de la Europa industrial.

Esta subvaluación competitiva del dólar parece haber influido fuertemente los eventos monetarios de mediados y finales de los años treinta, en especial el influjo de oro que virtualmente inundó el Tesoro de los Estados Unidos.

Los reajustes cambiarios en general fueron considerados como medidas competitivas, como armas de la guerra financiera, las cuales eran rápidamente contraatacadas por otros países.

Sin embargo, el "ciclo de devaluación" fue acompañado en general por efectos favorables en el ingreso. Como Nurkse enfatiza, la devaluación "se consideró como algo necesario, y fue utilizada principalmente como un medio para obtener independencia en la acción nacional para combatir la depresión y para mantener o revivir domésticamente la demanda agregada y el empleo" (37).

Así, aunque dictado estrictamente por consideraciones internas, el aumento en la producción y los ingresos generado por las políticas expansionistas que acompañaron la devaluación, estimularon no sólo la actividad doméstica, sino también, a través del multiplicador del comercio externo, la de los países con lo que se comerciaba.

(35) Hans P. Neisser, "The Price Level and the Gold Problem", pp. 7-8 y Arthur I. Bloomfield, *Capital Imports and the American Balance of Payments 1934-39* (Chicago: The University Press, 1950), pp. 14-15 y 142.

(36) Ragnar Nurkse, *Op. cit.*, p. 129

(37) *Ibid.*, p. 130

Sin duda alguna, los mismos efectos positivos se hubieran podido alcanzar en una forma más efectiva y expedita sin necesidad de forzar el sistema monetario internacional a las tensiones de devaluación masivas y sus represalias, si los principales países hubieran coordinado sus políticas de recuperación económica.

Sin embargo,

“... prevalecía en esa época una falta completa de acuerdo, tanto dentro como entre los países, en cuanto a lo que debía hacerse para combatir la depresión, y aun si hubiera existido acuerdo en lo concerniente a la solución que finalmente se adoptara, todavía era necesario que se convencieran de la necesidad de una coordinación internacional con respecto, al menos, al momento de efectuarla. La sorprendente diversidad de opiniones expresadas por varias delegaciones a la Conferencia Monetaria de Londres en 1933 fue una demostración patente de esta ausencia de bases comunes” (38).

Además del efecto expansionario concurrente, el amplio realineamiento cambiario resultó en un aumento general en el precio del oro. Las implicaciones de este incremento fueron de una doble índole. Por una parte, el declinante contenido de oro de las monedas fijadas al oro, junto con el más alto valor del oro en términos de aquellas monedas en depreciación a él fijadas, aumentaron el precio del metal en un promedio del 70 por ciento (39). En consecuencia, el valor de los inventarios existentes de oro monetario creció substancialmente, lo cual alivió las limitaciones a la expansión monetaria por causa de reservas internacionales.

La cooperación internacional pudo haber logrado mejores resultados, obviando las fugas masivas y agudos movimientos de capitales. Por otra parte, la producción de oro —que en respuesta al decline general en precios venía en aumento desde 1929— fue adicionalmente estimulada por el mayor valor cambiario generado por el ciclo de devaluaciones. Se estima que entre 1929 y 1938, la producción mundial anual de oro se duplicó en volumen y casi se triplicó en valor como consecuencia de estos movimientos opuestos en precios (40).

El dramático aumento en la oferta fue ávidamente absorbido por una demanda oficial ilimitada. Las tenencias monetarias agregadas de oro aumentaron de alrededor de 500 millones de onzas en 1929, a cerca de 800 millones a mediados de 1939, lo que representó una expansión en volumen de alrededor de un 60 por ciento. Valorados a precios corrientes, tales inventarios crecieron del equivalente de U.S. \$10.3 miles de millones a U.S. \$27.8 miles de millones, respectivamente, o sea en cerca del 170 por ciento (41). Estos totales, sin embargo, están fuertemente influidos por la marcada mejora en la posición de reservas de los Estados Unidos. La información disponible que aparece en el Cuadro 2, es indicativa de los desarrollos en ese período.

(38) Ibid., p. 130. Machlup sugiere que cualesquiera resultados positivos en cooperación internacional que surgieran de la Conferencia de Londres, éstos fueron seriamente dañados por la devaluación del dólar. (“Eight Questions on Gold”) p. 31.

(39) Nurkse, Op. cit., pp. 131-132.

(40) Ibid., Appendix 1. La magnitud de la devaluación en los países productores de oro promedió un 76 por ciento, mientras que el decline en precios en 1936 fue de un promedio del 15 por ciento. Como resultado, el valor cambiario del oro con relación a otros productos sobrepasó el doble de su valor en ese período. Ibid., pp. 17-18.

(41) Ibid., p.9

El influjo de oro a los Estados Unidos que tuvo lugar desde 1934, obedeció principalmente a las importaciones de capital estimuladas por la inestabilidad cambiaria en el exterior —a la cual la devaluación del dólar había contribuido— y a las crecientes tensiones políticas en Europa.

La repatriación de activos a corto plazo que siguió a la abrupta cesación en los créditos al exterior, y el superávit en el comercio externo —ayudado también por la devaluación— contribuyeron al influjo de capital (42).

El inmenso aumento en las reservas de oro de los Estados Unidos que, como antes se indicó, había prácticamente paralizado la política del Banco Federal de Reserva, condujo a mediados de 1937 a una creencia general en una inminente reducción en el precio oficial del metal como un medio para limitar las importaciones de oro.

La subsecuente crisis —conocida como “gold scare”— resultó en un desatesoramiento masivo del metal para su conversión en dólares. Fondos privados y oficiales fueron trasladados a los Estados Unidos, anticipando obtener ganancias cambiarias, mientras que el oro se vendía en el mercado de Londres con descuentos substanciales. Una vez que la sospecha generalizada de que el precio del oro iba a ser reducido empezó a desvanecerse en el otoño del mismo año, el atesoramiento del metal fue reanudado y el descuento en el

CUADRO 1

VALOR DE INTERCAMBIO DE ALGUNAS MONEDAS CON EL DOLAR DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMERICA

(DICIEMBRE 1930-100)

	1930	1932	1934	1936
BELGICA	100	100	168	121
CHECOSLOVAQUIA	100	100	141	119
FRANCIA	100	100	168	119
INDIA	100	68	102	101
REINO UNIDO	100	67	102	101
CANADA	100	87	101	100
ITALIA	100	100	162	100
ESTADOS UNIDOS	100	100	100	100
ARGENTINA	100	76	99	98
SUECIA	100	67	95	94
BRASIL	100	80	86	91
AUSTRALIA	100	59	88	87

Fuente: Ragnar Nurkse, *International Currency Experience*, (Liga de las Naciones, 1944), p. 129, n. 1

(42) Arthur Bloomfield, *Capital Imports and the American Balance of Payments*, pp. 13-27 y 142-143.

mercado de Londres se eliminó mediante el proceso de arbitraje de cambio con Nueva York (43). Los eventos de la década de 1930 parecieran ahora ilustrativos de un diagnóstico económico rústico y de políticas financieras equivocadas. Si bien hoy día existe consenso en este enjuiciamiento, priva el desacuerdo en cuanto a cómo remediar los males que afligen al sistema monetario internacional. Y hoy, al igual que ayer los aún no resueltos problemas de ajuste, liquidez y confianza, en gran parte centrados en el oro, continúan inhibiendo, la cooperación internacional (44).

CUADRO 2

CAMBIOS EN LAS TENENCIAS DE ORO DE LOS PRINCIPALES PAISES

(ENERO 1934 - JUNIO 1939)

En millones de dólares de los E.U.A.

ESTADOS UNIDOS	+	9,435
REINO UNIDO	+	1,226
SUECIA	+	177
HOLANDA	+	174
SUR AFRICA	+	75
SUIZA	-	55
BELGICA	-	58
ALEMANIA	-	123
JAPON	-	195
ITALIA	-	440
FRANCIA	-	1,983

Fuente: Frank D. Graham y Charles R. Whittlesey, *Golden Avalanche*, (Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1939), p. 23.

(43) Ibid., pp. 143-146.

(44) Cf. Jaime Daremblum, "El Oro y el Dólar en el Sistema Monetario Internacional, de Bretton Woods al Acuerdo Smithsonian", *Revista de Ciencias Sociales*, (Universidad de Costa Rica, Abril, 1974).