

ASPECTOS MONETARIOS DE LAS INFLACIONES EUROPEAS

Por Esteban Cottely (*)

PERIODOS DE INFLACION

Desde época muy remota existieron inflaciones que se manifestaron en aumentos del nivel general de los precios, aun en períodos en los que circularon como medios de pago únicamente las monedas acuñadas en metal (oro y plata). En este caso, la devaluación de las monedas en circulación se realizó a través de su reacuñación por medio de nuevas emisiones de iguales denominaciones con menor contenido metálico, pero con poder liberatorio para las deudas contraídas en monedas con mayor contenido metálico.

La primera crisis monetaria debida al papel moneda fue la experimentada en Francia a principios del siglo XVIII, originada por las reformas monetarias de Law. En el continente americano, a su vez, se puede mencionar la inflación observada durante la guerra de secesión en los Estados Unidos.

Prescindiendo de tales inflaciones individuales se pueden distinguir en la edad moderna cuatro períodos en los cuales la evolución inflatoria tuvo un carácter muy general y se extendió a varios países con mayor o menor intensidad.

(*) Centro de Estudios Monetarios y Bancarios.

El primero de ellos comprende los años que siguieron a la conquista de América. Duró más de cien años, al cabo de los cuales los precios en España se quintuplicaron, en Gran Bretaña se triplicaron y en Francia se duplicaron.

Como segundo período se presentan los años de la revolución francesa y del imperio napoleónico (1790-1812). En Francia los precios aumentaron de manera drástica y en Estados Unidos y Gran Bretaña se duplicaron.

El tercer período abarca la primera guerra mundial y los años postbélicos (1914-1923). Los precios en los Estados Unidos, Holanda y Suiza se duplicaron con exceso, en Gran Bretaña se triplicaron, en Francia se quintuplicaron, en Italia se sextuplicaron y en Alemania, Austria, Hungría y Polonia aparecieron las primeras hiperinflaciones.

El cuarto período es el que corresponde al de la segunda guerra mundial. Entre agosto de 1939 y enero-junio de 1948 los precios minoristas aumentaron en Alemania occidental en un 60%, en Francia en un 147%, en Italia en un 5.000%, en Japón en un 15.000%, en Gran Bretaña en un 68%, en los Estados Unidos en un 77%. El aumento de los precios en otros países osciló entre un 100% y un 300%. Hubo dos hiperinflaciones: Grecia, donde los precios aumentaron en un 20×10^{10} y Hungría, cuya moneda perdió totalmente su valor.

Tanto en el tercero como en el cuarto período se pueden así distinguir dos tipos de inflación: hiperinflaciones e inflaciones "medias".

En el presente trabajo se describen sintéticamente las características más relevantes de las primeras y las medidas monetarias de reordenamiento que se dispusieron en cada caso y, finalmente, las que se adoptaron en Europa luego de la segunda guerra mundial para conjugar procesos inflacionarios de intensidad moderada.

CARACTERISTICAS DE LAS HIPERINFLACIONES

Alemania

El conflicto bélico de 1914-18 se financió casi exclusivamente mediante empréstitos. El aumento de la circulación fiduciaria trajo, como consecuencia, la desvalorización creciente del marco. Pero durante la conflagra-

CUADRO N° 1
MANIFESTACIONES DE LA INFLACION EN ALEMANIA EN 1914-1923

Fin de	Costo de vida ^{1/}	Circulación monetaria ^{2/} (en miles de millones)			Tipo del cambio del dólar 1 dólar = marcos
		en Reichsmark		en dólares	
		a precios corrientes	a precios de 1914		
1914 VII XII	100	7,0 8,7	7,0 .	1,67 1,93	4,20 4,50
1915 VII XII	.	8,8 10,1	.	1,79 1,96	4,91 5,16
1916 VII XII	.	10,1 12,3	.	1,83 2,15	5,49 5,72
1917 VII XII	.	14,5 18,5	.	2,03 3,26	7,14 9,67
1918 VII XII	.	21,0 33,1	.	3,43 4,00	9,79 8,28
1919 VII XII	.	50,2 54,3	.	3,18 1,16	13,80 46,77
1920 VII XII	1.065	69,8 81,6	6,6 .	1,64 1,11	42,50 73,38
1921 VII XII	1.250	86,7 123,0	6,9 .	1,08 0,668	80,63 184,00
1922 VII XII	5.392	203,2 1.295,2	3,7 .	0,303 0,176	670,00 7.350,00
1923 VII XII	3.765.000	43.892,7 496.585.345.900,0	1,2 .	0,040 0,110	1.100.000,00 4.200.900.000.000,00

^{1/} Société des Nations: Annuaire Statistique de La Société des Nations 1930/31, pág. 274. ^{2/} Bante, Hermann. Die deutsche Währungspolitik von 1914 bis 1924. En Weltwirtschaftliches Archiv. Vol. XXIII. 1926, pág. 185* y 186*. ^{3/} Julio. ^{4/} Diciembre.

ción la pérdida del valor de esa moneda fue moderada, de tal manera que, hasta julio de 1920, el poder de compra del marco se redujo a un 10% del que tenía en la peregriación. Luego comenzó una fuerte desvalorización monetaria, como puede apreciarse en el Cuadro N° 1, en el que se vuelcan las principales manifestaciones de la inflación, tales como el aumento de los precios, la evolución de la circulación monetaria en Reichsmark tanto a precios corrientes como constantes, así como en dólares estadounidenses. Hasta 1919 el circulante calculado en dólares no había perdido su valor. Sin embargo, cuando la inflación llegó a ser galopante, disminuyó tanto el valor interno como externo del circulante, medidos en moneda constante y en dólares. La disminución del valor externo fue mayor que la del interno.

El aumento de la circulación de 7,0 miles de millones de marcos en 1914 a 50,2 miles de millones en julio de 1919 se operó paralelamente con el crecimiento de su valor en dólares, de 1,67 miles de millones de dólares a 3,18 miles de millones. En términos de valor constante calculado sobre la base de los precios internos, la circulación quedó prácticamente sin variación. En julio de 1914, un marco papel fue igual a un marco oro (359,1954 miligramos). Dado que la paridad áurea del dólar fue 1.504,656 miligramos, un dólar fue igual a 4,188962 marcos. Durante la inflación la medición del valor del marco-oro fue posible únicamente a través del dólar estadounidense. Si se calcula sobre esta base la secuencia del aumento del valor del marco oro, resulta que mientras al principio para la decuplicación se necesitaron 5 1/2 años, en la fase final de la inflación tal proceso se verificó en el término de pocos días.

Austria

En noviembre de 1918, después del desmembramiento de la monarquía austro-húngara, Austria se constituyó en

una república independiente. Los billetes del Banco Austro-Húngaro fueron sellados para constituir una circulación monetaria individualizada frente a los otros países sucesores. La sucursal del Banco en Viena siguió como instituto emisor por cuenta del Estado. Las dificultades de transición y la falta de confianza y las constantes nuevas emisiones hicieron que se pusiera en movimiento la espiral inflatoria. Am cuando la misma no fue tan acelerada como en Alemania, al cabo de tres años se produjo, virtualmente, la anulación del anterior valor monetario.

Las manifestaciones de la inflación pueden seguirse en el Cuadro N^o 2. Durante la guerra, los precios aumentaron alrededor de un 1.000%; desde su conclusión, el nivel de precios creció aceleradamente. El índice (1914 VI = 100) alcanzó en junio de 1922 a 263.700. La circulación

CUADRO N^o 2
MANIFESTACIONES DE LA INFLACION EN AUSTRIA EN 1914-1923

Fin de	Costo de vida (1914 = 100) 1/	Circulación monetaria (en millones)			Tipo de cambio del dólar 2/ (100 cts. por corona)
		en coronas a precios corrientes 2/	a precios constantes		
			en coronas a precios de 1920 VI	en dólares	
1914 VI 7/	100	.	.	.	20,262
XII 8/	.	.	.	.	.
1915 VI	158	.	.	.	.
XII	.	.	.	.	.
1916 VI	336	.	.	.	.
XII	.	.	.	.	.
1917 VI	671	.	.	.	.
XII	.	.	.	.	.
1918 VI	1.162	.	.	.	.
XII	.	.	.	.	.
1919 VI	2.490	.	.	.	.
XII	.	12.101 3/	.	.	.
1920 VI	5.140	16.971	16.971	124,92	0,716
XII	.	30.646	.	83,36	0,272
1921 VI	9.972	49.685 5/	25.460	104,29	0,2099
XII	.	181.056	.	66,63	0,03801
1922 VI	263.700	549.922	10.656	38,27	0,00696
XII	.	4.080.546	.	57,13	0,00140
1923 VI	76 6/	5.432.619	.	76,06	0,0014
XII	.	7.125.735	.	99,76	0,0014
1924 VI	86 6/	7.774.958	.	108,63	0,0014
XII	.	6.387.767	.	117,43	0,0014

1/ Société des Nations: Annuaire Statistique de la Société des Nations 1930/31, Genève 1931, pág. 274. Los índices se refieren al 1^o de julio. 2/ Société des Nations: Memorandum sur les Monnaies et les Banques Centrales, 1913-1924, Vol. I, Genève 1925, pág. 121. Memorandum sur les Monnaies 1913-1921, Genève 1922, pág. 65. 3/ 7.1.1920. Société des Nations: Memorandum sur les Banques Centrales 1913, 1918-1921, pág. 44. 4/ Société des Nations: Memorandum sur les Monnaies 1913-1921, Genève 1922, pág. 35 y 1924, pág. 59. Memorandum sur les Monnaies et les Banques Centrales 1913-1924, Genève 1925, Vol. I, pág. 107. 5/ Société des Nations: Memorandum sur les Monnaies 1913-1921, Genève 1922, pág. 45. 6/ Fuente como 1/; Después de la estabilización, índice otro. 7/ Junio. 8/ Diciembre.

monetaria también había crecido intensamente. A principios de 1920 la circulación monetaria era de 12.101 millones de coronas y en diciembre de 1922 de 4.080.546 millones.

Si se consideran los guarismos de la circulación monetaria en valores constantes, cabe puntualizar que al principio de la inflación el volumen creció más aceleradamente que los precios, pero luego se modificó la tendencia y el valor real bajó sensiblemente. De tal manera se verificó el mismo fenómeno que se pudo apreciar en el caso de Alemania.

Grecia

En este país la hiperinflación transcurrió durante la guerra de 1939-1944. Las manifestaciones de la inflación se pueden seguir en el Cuadro N^o 3. Tanto los precios como el circulante llegaron a cifras astronómicas. También se repitió en Grecia, como en otros países, la circunstancia de que al principio los precios no aumenta

CUADRO N^o 3

MANIFESTACIONES DE LA INFLACION EN GRECIA EN 1939-1944 1/

Periodo fin de	Costo de vida		Circulación monetaria			Tipo de cambio del soberano (dracmas por soberanos) 3/
	(promedio 1.9.38 - 31.8.39 = 100)	1940 = 100	(en miles de millones)		en millones de soberanos	
			a precios corrientes	a precios constantes de 1940		
1939	101	91 2/	9.452,8	10.387,7	8.697,2	1.087
1940	120	108 2/	15.369,0	14.230,6	14.458,1	1.063
1941 Mar.	120	116	48.794,9	42.064,6	2.309,3	21.130
Dic.	-	1.491	-	-	-	-
1942	-	9.902	560.224,9	5.657,7	3.692,5	151.720
1943	-	102.610	3.199.205,1	3.117,9	2.047,0	1.562.890
1944 Jun.	-	6.039.000	61.133.906,8	1.012,3	404,2	126.260.870
Nov.	-	18.850.000.000.000	6.279.943.102.000,0	33,3	145,5	43.166.600.000.000

1/ Bellwinis, Dimitrios - Cleveland, William C. Greek Monetary Developments 1939-1948. Bloomington, Indiana, sin fecha, pág. 175-196.
2/ Empleado con el índice con la base promedio 1.9.38 - 31.8.39 = 100. 3/ Un soberano (libra esterlina oro) igual a 7,32238 gramos de oro fino.

ron paralelamente con el volumen de los medios de pagos; al acelerarse, sin embargo, la espiral inflatoria, disminuyó bruscamente el valor real del circulante.

Hungría

Luego de la primera conflagración, al momento del armisticio, la corona no estaba demasiado desvalorizada. Equivalía a 12 coronas por dólar, frente a un tipo de cambio de alrededor de 5 coronas por dólar en los años anteriores a 1914. Pero en junio de 1920 la corona valía ya solo 0,644 centavos, lo que correspondía a 155 coronas por dólar.

A fines de ese año el precio del dólar aumentó a alrededor de 500 coronas (1 corona = 0,2014 centavos). Luego de un intento de estabilización encabezado por el Ministro de Hacienda, Orlando Hegedüs, durante el cual el tipo de cambio del dólar mejoró (en junio de 1921 descendió a 250 coronas por dólar), se puso en movimiento la espiral inflatoria con un ritmo cada vez más acelerado, como se puede observar en el Cuadro N° 4.

CUADRO N° 4
MANIFESTACIONES DE LA INFLACION EN HUNGRIA EN 1914-1923

Fin de	Costo de vida (1914 = 100) 1/	Circulación monetaria (en millones)		Tipo de cambio us. cents por corona 3/
		coronas a precios corrientes 2/	en dólares	
1914 VI 1/	100,0	.	.	20,262
1920 VI XII	.	14.308	28,82	0,6440 0,2014
1921 VI XII	.	18.096 25.175	74,07 37,46	0,4093 0,1486
1922 VI XII	27.018	33.600 75.910	36,62 32,57	0,1090 0,0479
1923 VI XII	.	158.071 931.345	22,11 48,43	0,0140 0,0052
1924 VI XII	.	2.893.719 4.513.990	31,83 58,68	0,0011 0,0013

1/ Base 1913 = 100. 2/ Société des Nations: Memorandum sur les Monnaies et les Banques Centrales, 1913-1924, Genève 1925, Vol. 1, pág. 123 y Vol. II, pág. 59; Memorandum sur les Monnaies 1913-1921, Genève 1922, pág. 45. Memorandum sur les Monnaies 1913-1921, Genève 1922, pág. 65. 3/ Société des Nations: Annuaire Statistique de la Société des Nations 1930-31, Genève, 1931, pág. 267, Société des Nations: Memorandum sur les Monnaies, 1913-1921, Genève 1922, pág. 35 y 1924, pág. 59. Memorandum sur les Monnaies et les Banques Centrales, 1913-1924, Genève 1925, Vol. 1, pág. 109. 1/ Junio.

La evolución de la inflación después de la segunda conflagración se puede seguir en el Cuadro N^o 5. Se hace notar que los datos son solo aproximados, ya que contienen los billetes en pengös emitidos y puestos en circulación por las fuerzas ocupantes. 1/

MANIFESTACIONES DE LA INFLACION EN HUNGRIA EN LOS AÑOS 1938-1946 1/

Fin de	Costo de vida		Circulación monetaria		Precio oficial del oro 1 gr. oro fino = pengö
	Dic. 1939 = 100	15.7.45 = 100	pengö	en gramos de oro fino	
1938	-	-	$0,9 \times 10^9$	.	.
1939	100	-	$0,10 \times 10^9$	.	.
1940	109	-	$1,4 \times 10^9$	.	.
1941	129	-	$2,0 \times 10^9$	.	.
1942	150	-	$3,0 \times 10^9$	.	.
1943	180	-	$4,4 \times 10^9$	.	.
1944	222	-	$10,7 \times 10^9$	.	.
1945 Jul.	-	10^7	$16,3 \times 10^9$	.	.
Dic.	-	464×10^2	$765,4 \times 10^9$	660×10^4	116×10^3
29.1.1946	-	740×10^2	.	.	.
31.1.1946	-	.	164×10^{10}	388×10^4	423×10^3
27.2.1946	-	480×10^3	.	.	.
28.2.1946	-	.	524×10^{10}	185×10^4	283×10^4
27.3.1946	-	150×10^4	.	.	.
31.3.1946	-	.	340×10^{11}	245×10^4	139×10^5
17.4.1946	-	906×10^4	.	.	.
24.4.1946	-	197×10^5	.	.	.
30.4.1946	-	.	434×10^{12}	254×10^4	171×10^6
29.5.1946	-	711×10^7	.	.	.
31.5.1946	-	.	655×10^{14}	151×10^4	434×10^9
26.6.1946	-	128×10^{12}	.	.	.
30.6.1946	-	.	627×10^{19}	307×10^4	204×10^{13}
7.7.1946	-	.	356×10^{22}	96×10^4	372×10^{16}
15.7.1946	-	.	760×10^{23}	2×10^4	360×10^{19}
23.7.1946	-	.	410×10^{23}	74	558×10^{21}
24.7.1946	-	352×10^{25}	.	.	.
31.7.1946	-	.	470×10^{23}	0	523×10^{28}

1/ Cottely, Esteban. La crisis monetaria ungherese e l'esperimento di stabilizzazione. En Moneta e Credito, Roma N^o 1, Ier. trimestre 1946 y las fuentes allí citadas.

Se verificó también en Hungría la misma característica observada ya en las otras hiperinflaciones. Al principio, el aumento de los precios fue menor que el crecimiento de la circulación monetaria; luego llegó a ser cada vez más acentuado, hasta aniquilar el valor real del dinero, emitido en cantidades vertiginosamente crecientes.

Polonia

Este país emergió como república independiente después de la primera guerra mundial; en los primeros años de la posguerra se desarrolló una aguda inflación, como puede apreciarse en el Cuadro N^o 6.

Como se expone en dicho cuadro, mientras a fin de junio de 1920 la circulación monetaria equivalía a 136,84 millones de dólares, a mediados de 1924 había descendido a so

CUADRO N^o 6
MANIFESTACIONES DE LA INFLACION EN POLONIA EN 1914-1923

Fin de	Costo de vida ^{1/} (1914 = 100)	Circulación monetaria ^{2/} (en millones)		Tipo de cambio del dólar ^{3/} n ^o . cents por marco
		en marcos a precios corrientes	en dólares ^{4/}	
1914 VI ^{5/}	100,00	.	.	23,821
1918 XII	.	1.022	.	.
1919 VI	.	5.267	.	.
XII	.	.	.	.
1920 VI	.	21.730	136,84	0,6296
XII	11.173	49.362	89,20	0,1607
1921 VI	25.709	102.697	64,18	0,08197
XII	.	229.538	71,16	0,03100
1922 VI	.	300.101	71,30	0,02376
XII	.	793.417	45,54	0,00574
1923 VI	.	1.566.649	45,65	0,00128
XII	.	125.371.953	25,07	0,00002
1924 VI	.	141.658.402	15,60	0,000011

^{1/} Société des Nations: Annuaire Statistique de la Société des Nations 1930/31, Genève 1931, pág. 276. Los datos se refieren a la séptima semana de julio. ^{2/} Société des Nations: Memorandum sur les Monnaies et les Banques Centrales, 1913-1924, Genève, 1925, Vol. I, pág. 124. Société des Nations: Memorandum sur les Monnaies 1913-1921, Genève 1922, pág. 53. ^{3/} Société des Nations: Memorandum sur les Monnaies 1913-1921, Genève 1922, pág. 34 y 1924 pág. 59. Memorandum sur les Monnaies et les Banques Centrales 1913-1924, Genève 1925, Vol. I, pág. 110. ^{4/} Factor de corrección: el tipo de cambio del dólar. ^{5/} Junio.

lo 15,6 millones de dólares. Es decir que la cantidad de dinero durante ese lapso se redujo en más del 88% en términos de la moneda estadounidense, a pesar de que nominalmente había crecido en más del 6.400%.

CARACTERISTICAS DEL SANEAMIENTO MONETARIO DESPUES DE LAS HIPERINFLACIONES

Aspectos generales

La característica de la inflación no reside únicamente en el aumento de los precios y el desquiciamiento de los precios relativos, sino también en la destrucción de las relaciones existentes entre el valor externo e interno de la moneda. Sobre la base de las experiencias obtenidas durante las hiperinflaciones se puede llegar a la conclusión de que al principio, cuando la inflación todavía tiene un ritmo relativamente moderado, el valor interno de la moneda (medido por los precios internos) disminuye más rápidamente que el valor externo. Cuando, sin embargo, la inflación se torna galopante, la disminución del valor externo de la moneda es más acelerada que la del interno.

Este fenómeno tiene como consecuencia que en la última fase de la inflación, el público, y especialmente los productores, no aceptan papel moneda por sus artículos. Aparece el trueque, o algunas mercaderías escasas (por ejemplo, el tabaco) funcionan como dinero y "last but not least"- reaparece la moneda de oro, o se usan como medios de pago los billetes extranjeros. Estos comienzan a circular clandestinamente a pesar de las prohibiciones legales. 2/

Tal fenómeno se observó en los años alrededor de 1780, en la última fase de la desvalorización del papel

moneda emitido en las colonias norteamericanas durante la lucha contra Inglaterra; en Francia durante el período de las asignaciones y en Rusia a principios de la década de 1920 3/. Lo mismo sucedió también en Alemania, Austria, Grecia, Hungría y Polonia en las últimas fases de la hiperinflación.

Por ello, el saneamiento monetario después de una intensa inflación tiene dos objetivos: a) restablecer una adecuada relación de la moneda frente a otras monedas extranjeras o frente al oro, b) estabilizar el poder de compra interno de la moneda, esto es, crear un correspondiente nivel de precios y una atmósfera de estabilidad.

En esta sección se describe en forma sintética el reordenamiento monetario aplicado en los países que atravesaron fuerte inflación.

Alemania

En el curso del proceso de estabilización se emitieron nuevos signos monetarios. Entre ellos se destaca el emitido por el nuevo banco: el Deutsche Rentenbank. Esta institución tenía carácter privado; la cobertura de la emisión consistió en deudas hipotecarias constituidas sobre todos los inmuebles de Alemania por 3,2 mil millones de marcos oro, realizadas en forma de cédulas hipotecarias de denominaciones de 500 marcos oro. Los billetes emitidos, llamados Rentenmark (marco-renta), no constituyeron medios de pago legales, pero fueron aceptados por las Cajas estatales.

Además de los marcos de renta, se emitieron pequeñas denominaciones del empréstito-oro del Imperio y diferentes signos monetarios de emergencia, cubiertos por divisas u oro, puestos en circulación por corporaciones públicas (por ejemplo: provincias, municipalidades, ferrocarriles). En el otoño de 1923 una cantidad de 2.000

diferentes especies de monedas provisionales estuvieron en circulación. El 15.11.1923 pudieron emitirse los primeros billetes de marco-renta y el 20 del mismo mes se logró estabilizar el tipo de cambio del dólar en 4,2 billones (10^{12}) de marcos-papel. En diciembre de 1923 la circulación monetaria consistió en los billetes de Reichsbank (desvalorizados), de los marcos-renta, monedas, empréstito-oro y diversos medios de pago de emergencia.

La suma total de los medios de pago alcanzó en setiembre a 3,7 miles de millones de marcos-oro, mientras que en el estallido de la guerra la circulación monetaria fue de alrededor de 7,0 miles de millones de marcos oro. Esta reducción del circulante tuvo por consecuencia un nivel alto de los intereses (en enero de 1924 el interés por créditos diarios interbancarios alcanzó al 100% anual).

La estabilización formal del marco se realizó sobre la base de las leyes monetarias dictadas el 30 de agosto de 1924 en conexión con el Plan Dawes acerca de la reestructuración de las reparaciones bélicas y un empréstito extranjero.

Alemania se colocó bajo la tutela financiera de la Liga de las Naciones. La mitad de los miembros del Consejo del Reichsbank fueron ciudadanos de las grandes potencias. Se instituyó un Comisariado que controló la emisión monetaria, dirigido también por un ciudadano extranjero.

Desde el 11 de octubre de 1924 la moneda alemana fue el Reichsmark. Su relación con el viejo marco fue establecida en $1 = 10^{12}$ y con el marco-renta en $1 = 1$. El contenido de oro fino de la nueva moneda fue establecido en la misma relación que fijó para el marco la Ley del 14 de marzo de 1875, vale decir 2.784 marcos por un kg. de oro fino. Durante 1924, los medios de pago de emergencia fueron completamente retirados de circulación.

El tipo de cambio del dólar se fijó sobre la base

de la paridad áurea. Hasta el 23 de agosto de 1926 el banco emisor mantuvo fijo el tipo de cambio; luego, permitió su fluctuación de acuerdo con las condiciones del mercado. En abril de 1930 se restableció la obligación del Reichsbank de convertir sus billetes en oro. La crisis económica mundial hizo impracticable esta disposición muy rápidamente. 4/

Como la reforma monetaria virtualmente restableció el valor del marco de preguerra, los precios se estabilizaron en los niveles prebélicos con un aumento del 30 al 40%.

Austria

La reforma monetaria llevada a cabo después de la primera guerra mundial no creó mayores problemas de adaptación de los precios y salarios, ya que la hiperinflación no aniquiló la moneda anterior y se mantuvo un sistema de precios expresados en la moneda depreciada.

El 14 de noviembre de 1922, el Parlamento votó la ley sobre la creación de un nuevo banco emisor: el Banco Nacional Austríaco. Para conquistar la confianza del público, en diciembre de 1923 fue votada una ley autorizando al Gobierno a acuñar monedas de plata por 5.000, 10.000 y 20.000 coronas 5/ que se denominaron medios chelines, chelines y dobles chelines. Contra estas monedas acuñadas se aseguró la libre conversión de los billetes en circulación.

El 12.12.1924 el chelín se adoptó como unidad de cuenta y los billetes fueron canjeados en nuevos billetes denominados en chelines, con la siguiente relación: 10.000 coronas igual a 1 chelín.

Grecia

Inmediatamente de la entrada de las tropas aliadas,

se realizó un canje de la moneda, principalmente por iniciativa británica. Las viejas dracmas se cambiaron en nuevas en una proporción de 50×10^9 dracmas viejas por 1 nueva. En esta proporción ambos signos monetarios quedaron al principio como medios de pago legales. De acuerdo con esa relación se convirtieron todas las obligaciones anteriores, salvo las existentes frente al fisco, para las cuales hubo disposiciones especiales. Los medios de pago fueron en términos de dracmas nuevas muy escasas al principio, pero pronto aumentaron al triple del volumen existente antes de la guerra. Ello trajo consigo ulteriores devaluaciones y esfuerzos de estabilización.

El traspaso de la vieja moneda a la nueva tiene en este país ciertas particularidades. La estabilización se llevó a cabo a través de la ligazón de la nueva moneda con las libras emitidas por las Autoridades Militares Británicas (AMB). La ley del 9 de noviembre de 1944, que creó la nueva dracma, estableció que sumas mayores a 12.000 dracmas viejas podían canjearse, por sus poseedores, en AMB libras en el Banco de Grecia. Las Autoridades Militares Británicas prestaron las libras necesarias, sin interés, al Banco de Grecia. Tanto las viejas como las nuevas dracmas y las AMB libras fueron medios legales de pago. Cabe hacer notar que las AMB libras no fueron moneda legal en Gran Bretaña y no hubo posibilidad de canjearlas en libras esterlinas. Pero el público estuvo satisfecho de esta técnica de estabilización, ya que pocos conocían esta peculiaridad.

Después de la reforma monetaria, la economía griega se recuperó solo muy lentamente y el poder de compra de la moneda no se estabilizó, por cuanto siguieron varios años de desorden monetario.

Hungría

El primer proceso de estabilización se inició de hecho en marzo de 1924, cuando el gobierno dejó de emitir

billetes, y de derecho el 24.6.1924, cuando se abrió el nuevo banco emisor, el Banco Nacional Húngaro, y la corona fue ligada a la libra esterlina. Posteriormente, se introdujo una nueva unidad monetaria: el pengö, que equivalía a 12.500 coronas papel, la moneda anterior. Durante este proceso el país recibió empréstitos internacionales, pero tuvo que consentir que su política monetaria y financiera estuviera colocada bajo la supervisión de la Liga de las Naciones.

Después de la segunda guerra mundial, la moneda anterior (pengö) fue completamente aniquilada como resultado de la hiperinflación desarrollada durante el conflicto armado. El intento de estabilización ofrece varias particularidades 6/. Entre ellas, debe mencionarse el resellado de la moneda (pengö) y la introducción de una nueva unidad monetaria de valor constante.

El resellado fue realizado por el mismo tenedor en los billetes de 1.000, 10.000 y 100.000 pengös, mediante el "pegado" de una estampilla cuyo costo era de 3 veces el valor nominal de los mismos. Los billetes no resellados, o sea sin estampillar, tuvieron a partir del 10.12.1945 solo el 25% de su valor nominal y a partir del 6.1.1946 perdieron su valor completamente. La consecuencia normal del resellado de los billetes de banco tendría que ser la reducción de los precios por la disminución de los medios de pago en circulación. Dado que el resellado se aplicó únicamente sobre los billetes y no a los créditos, depósitos y las obligaciones contractuales, su eficacia fue pasajera y significó un impuesto del 75% a los tenedores de billetes, dando además amplias posibilidades de especulación para aquellos que disponían de fondos para aprovechar la pasajera reducción de los precios.

El segundo experimento fue la introducción de una unidad de cálculo con valor constante: el llamado pengö fiscal. La administración fiscal obligó a los contribuyentes, a partir del 1.1.1946, a pagar los impuestos en pengö papel, pero siempre en re-

lación al aumento del costo de la vida. Esta relación fue publicada diariamente por el Ministerio de Hacienda según el dictamen de una comisión especialmente creada, que tuvo en consideración los precios oficiales y los del mercado libre, ponderándolos según su importancia relativa.

El principio de la revalorización fue extendido luego a todos los sectores de la vida económica, creándose así una segunda unidad de cuenta con valor constante, junto a la unidad monetaria expuesta a la inflación. Se estableció que a partir del 1.1.1946 todas las obligaciones monetarias debían fijarse en pengös fiscales. Así, todos los depósitos de ahorro o en cuenta corriente efectuados desde esa fecha, así como todos los cheques bancarios, tenían que considerarse estipulados en la mencionada unidad de cuenta. Los depósitos eran ajustables si se constituían por lo menos a diez días. A partir del 1.1.1946 el banco emisor aceptó únicamente letras de cambio en pengös fiscales y sus créditos fueron fijados también en esta unidad. El banco emisor aceptó pagos de los bancos sobre sus cuentas corrientes únicamente por la diferencia entre los activos y pasivos de sus clientes. Todas las ganancias o las pérdidas del banco emisor que derivaron de la diferencia del valor de los pengös fiscales y del pengö papel (la cual resultó de las diferencias de ganancias de los bancos originadas de las operaciones de descuento y las pérdidas de las operaciones de depósitos) fueron contabilizadas con cargo a la Tesorería Estatal. En realidad, podía tratarse únicamente de pérdidas, ya que la circulación virtual (las cuentas corrientes del público) superó ampliamente a los créditos concedidos a los particulares.

La experiencia del pengö fiscal, con duración de alrededor de seis meses, no dejó enseñanzas teóricas.

El Cuadro N^o 7 ofrece un panorama sobre la desvalorización progresiva del pengö fiscal, que refleja la actualización solo parcial de su valor frente a la evolución de los precios.

Desde abril de 1946 la situación fue agravándose por la emisión de bonos de tesoro estipulados en pengös fiscales. A fines de julio de 1946 la circulación de estos bonos alcanzó 5,2 sextillones (10^{36}), mientras que la circulación de los billetes del Banco Nacional Húngaro llegó a 47 cuatrillones (10^{24} pengös).

La nueva unidad monetaria, el florín, fue introducida el 1.8.1946, y se hizo equivalente a 400.000 cuatrillones (10^{24}) de pengös o bien 200 millones de pengös fiscales. En ese momento, toda la circulación efectiva no valía ni siquiera un florín; en otros términos, la cantidad real de dinero era prácticamente igual a cero. En este caso también se dio la circunstancia de que una infla

CUADRO N^o 7

DESVALORIZACION DEL PENGÖ FISCAL (UNIDAD DE CUENTA CON VALOR CONSTANTE)
CALCULADA A TRAVES DEL INDICE DEL COSTO DE LA VIDA 1/

Fecha	Circulación del pengö fiscal en pengö	Índice del costo de vida 15.7.45 = 100	Relación entre el índice del costo de vida y la circulación del pengö fiscal
2.1.46	100	464×10^2	100
29.1.46	156	740×10^2	102
27.2.46	662	480×10^3	117
27.3.46	330×10	130×10^4	97
17.4.46	170×10^2	906×10^4	114
24.4.46	320×10^2	197×10^5	133
29.5.46	650×10^4	711×10^7	180
26.6.46	530×10^8	126×10^{12}	520
24.7.46	500×10^{19}	352×10^{25}	151.724

1/ Cattely, Esteban: La crisis monetaria ungherese e l'esperimento di stabilizzazione. En Moneta e Credito, Roma N^o 1, 1er. trimestre 1946 y las fuentes allí citadas.

ción progresiva devora también el valor intrínseco de una circulación monetaria supuestamente supeditada a correcciones.

En lo que se refiere a la política de precios, fue inevitable establecer el equilibrio entre la cantidad de las mercaderías disponibles y la demanda. Las limitadas disponibilidades de mercaderías y el aumento de los precios en los mercados mundiales durante la guerra hicieron necesario establecer un nivel de precios más altos que en los tiempos de paz. Los precios de los principales productos agrarios en florines se fijaron de una manera tal, que el precio mayorista promedio calculado en esa moneda correspondiera al cuádruplo de los precios fijados en pen^gös a fines de agosto de 1939. Se tomó, además, en consideración que durante la guerra la industria sufrió mayores daños que la agricultura.

Decretos gubernamentales fijaron los precios agrícolas; los precios industriales fueron dictados por las oficinas de precios competentes para el producto respectivo y parcialmente por los productores mismos que, sin embargo, tenían que atenerse a normas estrictas para el cálculo de los nuevos precios.

En el momento de emitirse la nueva moneda el índice de los precios al por mayor, comparado con los vigentes a fin de agosto de 1939, ofreció el panorama siguiente:

Concepto	F e c h a	
	26.8.1939	1.8.1946
Agricultura y ganadería	100	328
Industria agraria	100	384
Industria no agraria	100	455
Total:	100	397

Si se comparan las paridades áureas del pengö y del florín, se aprecia que los nuevos precios, en términos de oro, fueron más altos. El pengö en el momento de su creación tenía el valor áureo 263,15789 miligramos de oro puro, y el florín 75,70023 miligramos. La paridad áurea entre la anterior y la nueva moneda sería 1 pengö = 3,47632 florines. Pero en 1938, el Banco Nacional Húngaro pagaba un premio de 51,5% sobre las divisas convertibles y el oro. La paridad áurea entre el pengö y el florín se calcula para 1938 en 1 pengö = 2,29457 florines. Si se hubiera mantenido el sistema de precios sobre la base del oro, entonces el índice en agosto de 1946 habría tenido que ser 229, lo que significaba un aumento del 43% en caso de productos agropecuarios y un 98% en caso de los productos industriales.

En agosto de 1946 el índice del costo de la vida era 350, frente a 100 en agosto de 1939; calculando sobre la base áurea, el aumento fue de un 53%.

Para crear una atmósfera de estabilidad el gobierno no pudo utilizar la convertibilidad en oro o en las monedas extranjeras y se limitó, pues, a mantener contenida una oferta monetaria. Como la emisión en pengös desapareció, así como también todas las obligaciones particulares y públicas, la economía monetaria partió de cero en un sistema social completamente modificado (dirigismo socialista en vez de liberalismo).

Para la emisión de la nueva moneda se pusieron a disposición del gobierno 300 millones de florines. Una segunda parte, bastante considerable, fue emitida sobre la base del oro y divisas entregados al Banco Emisor. Una tercera parte se puso en circulación por medio del descuento. La circulación monetaria evolucionó en los primeros meses, según se muestra en el cuadro.

Año 1946 Fin de:	Millones de florines
Agosto	355
Setiembre ..	606
Octubre	843
Noviembre ..	937
Diciembre ..	968

Si consideramos que en noviembre de 1939 la circulación monetaria fue de 965 millones de pengös y que los precios en florines fueron aproximadamente cuatro veces más altos que los de preguerra, se puede deducir la existencia de cierta escasez monetaria en los primeros me-

ses después de la estabilización. Ella obligó a los productores a entregar sus productos al mercado y a utilizar el oro y divisas atesorados.

Polonia

La estabilización en Polonia no ofrece experiencias de señalado interés. Por los decretos del 20.1 y 23.4.1924 fue creada una nueva moneda, el zloty, y otro decreto del 20.1.1924 promulgó los estatutos del nuevo banco emisor, Banco de Polonia, que abrió sus puertas el 28.4.1928. La moneda anterior (marco) fue cambiada en zlotys en la proporción de $1,8 \times 10^6$ por 1 zloty. La nueva moneda en los años siguientes a su creación fue expuesta a constantes presiones inflacionarias, las que fueron corregidas con los instrumentos tradicionales de política económica.

POLITICA DE SANEAMIENTO MONETARIO DESPUES DE LA SEGUNDA GUERRA MUNDIAL EN PAISES DE INFLACION MEDIANA

Una vez terminada la guerra, los países europeos se encontraron frente a una situación monetaria inicial parecida. El volumen monetario, como consecuencia de las grandes pérdidas en la infraestructura real y las presiones en la superestructura monetaria sobreexigida, estuvo en desproporción con el flujo de los bienes a disposición. La presión de volumen monetario expandido pudo contrarrestarse, durante la guerra, con las medidas de racionamiento y control de precios. Estas medidas, sin embargo, destruyeron la estructura del mercado y dieron nacimiento a una más intensa actividad de los mercados negros.

El período de transición de la economía de guerra a la de paz se caracterizó en la mayoría de los países europeos por un sistema de medidas de prevención contra

los peligros de inflación que fue uniforme en sus principios. Los instrumentos de carácter monetario utilizados en la lucha contra el aumento del costo de la vida tenían el objetivo de crear las condiciones para una mejora general del abastecimiento por medio del incremento de la producción y el fomento del comercio exterior.

En ese sentido las medidas adoptadas en el ámbito monetario procuraron lograr el equilibrio entre el flujo de los bienes por una parte y el volumen de medios de pago por la otra, así como restablecer su poder de compra. En ninguna parte se aceptó, seriamente, la tesis de que el equilibrio entre la masa monetaria y el flujo de bienes debía ser restablecido mediante el aumento de la producción y el volumen de los bienes a disposición. De tal manera, el objetivo de las reformas monetarias fue disminuir el volumen de los medios de pago en circulación y depurarlos de los signos monetarios emitidos por las fuerzas de ocupación.

Se utilizaron tres tipos de reformas monetarias durante este período:

- a) Reducción de los medios de pago y depósitos por conversión de los existentes con anterioridad a las reformas en los nuevos, de acuerdo con una proporción fijada.
- b) Inmovilización de los activos líquidos por medio del bloqueo de los depósitos y presentación de los billetes, colocando los excesos en cuentas especiales.
- c) Combinación de las dos anteriores.

Las medidas adoptadas por varios países europeos se resumen en el cuadro sinóptico adjunto.

Cabe hacer notar que, a pesar de estas reformas, se produjo en casi todos los países una creciente inflación, aunque moderada, originada sobre todo por el déficit presupuestario. La desvalorización persistente fue reconocida oficialmente de varias formas; sobre todo, por la devaluación de las monedas nacionales frente al dólar.

Para frenar las presiones inflacionarias, los gobiernos utilizaron también los instrumentos tradicionales de control de precios, de cambio y de la política de ingresos. Frecuentemente establecieron impuestos al mayor valor del patrimonio, o un impuesto directo sobre el mismo o bien la obligación de suscribir empréstitos estatales a mediano o a largo plazo.

1/ De acuerdo con el decreto del Ministro de Hacienda del 23.2.1946, los billetes emitidos por las autoridades soviéticas perdieron su carácter de medios de pago desde el 28.2.1946.

2/ El valor relativo de estas "monedas de emergencia" es mucho mayor que en condiciones normales. El autor de este trabajo, por ejemplo, "pagó" en Alemania en julio de 1945 un cigarrillo por un kg. de cebollas, que era imposible conseguir por papel moneda, aun cuando después de la segunda guerra mundial en Alemania no se pudo hablar de una hiperinflación, pero en julio de 1945 la gente perdió completamente la confianza en el dinero. Después de la reforma monetaria la confianza fue restablecida inmediatamente.

3/ Bresciani-Turroni, Costantino: Le vicende del marco tedesco. *Annali di Economia*. Vol. VII. Milano. 1931, pág. 453.

4/ El 13 de julio de 1931 se implantó el control de cambios.

5/ Estas chelines llevaban un alto contenido de plata, por lo que inmediatamente desaparecieron de la circulación.

6/ Banque Générale de Crédit Hongrois. *Bulletin Economique*. Août-Décembre 1946.

REFORMAS MONETARIAS DESPUES DE LA SEGUNDA GUERRA MUNDIAL

País	Fuente legal	Conversión de los medios de pago	Bloqueo de los depósitos	Obligaciones frente a las entidades no bancarias
Alemania Rep. Federal	Leyes del 20.6.1948 y 21.6.1948	Los Reichsmark se canjearon en Deutsche Mark. Los billetes de Reichsmark tuvieron que declararse o depositarse hasta 26.6.1948. A cada persona se canjearon 60,0 marcos (DM), 40,0 inmediatamente y 20,0 en el período entre 20.8-11.9.1948 en proporción de 1:1. Muchas sumas tuvieron que depositarse en cuentas bloqueadas. Empresas y profesionales libres obtuvieron una "ayuda transitoria para fines comerciales" por la suma de 60,0 marcos (DM) por persona empleada.	Todos los depósitos bancarios (también los creados por los depósitos de billetes) se convirtieron en Deutsche Mark en la proporción de 10:1. El 50% (vale decir el 5% de la suma de Reichsmark) se acreditó a una cuenta libre y el 50% a una cuenta bloqueada. En octubre de 1948 se anuló el 70% de estas cuentas bloqueadas, el 20% se acreditó a la cuenta libre y el restante 10% fue disponible para adquirir títulos valores estatales a mediano o largo plazo.	Las obligaciones existentes entre particulares en Reichsmark se convirtieron en Deutsche Mark en la proporción de 10:1. Había excepciones para ciertas obligaciones (sueldos, contratos de compraventa si el comprador no fue entregado hasta 21.6.1948, ciertas obligaciones originadas de herencia, etc.) respecto de las cuales se mantuvo la proporción de 1:1.
Austria	Ley del 30.11.1945	Se canjearon los billetes de Reichsmark en cheques austríacos en la proporción de 1:1 hasta la suma máxima de 150 cheques por persona. Sumas mayores se bloquearon en cuentas bancarias. Se realizó otra conversión en noviembre de 1947. Hasta 150 cheques cada persona obtuvo billetes en razón de 1:1. Las sumas mayores fueron canjeadas en proporción de 3:1.	El 60% de todas las cuentas bancarias se bloquearon; del 40% restante se pudo retirar un 12% en efectivo; los remanentes 28% se liberaron individualmente en casos dignos de consideración y para costear los sueldos de los empleados.	
Bélgica	Decreto del 6.10.1944	Canje de los viejos francos en nuevos, pero solo hasta 2.000 francos por persona. Las sumas mayores tuvieron que depositarse en cuenta bloqueada. Después de un mes se liberaron otros 3.000 francos de los billetes depositados. Luego paulatinamente fue liberado el 40% de los billetes depositados. El 60% de los billetes depositados fue o anulado o bien ha pedido ser utilizado para pagar las deudas impositivas.	Bloqueo de todas las arcencias existentes frente a los bancos (también las cuentas corrientes), salvo un 10% del importe existente el 9 de marzo de 1940. Las empresas pudieron conseguir la liberación hasta 1.000 francos belgas por empleado.	

REFORMAS MONETARIAS DESPUES DE LA SEGUNDA GUERRA MUNDIAL
(Continuación)

País	Fuente legal	Conversión de los medios de pago	Bloqueo de los depósitos	Obligaciones frente a las entidades no bancarias
Dinamarca		En julio de 1945 se realizó la sustitución de los billetes en circulación por los nuevos. Solo se canjearon hasta la suma de 500 coronas danesas; mayores importes tuvieron que ser colocados en depósitos bloqueados.	Se bloquearon todos los depósitos bancarios. Estos y los depósitos originados del ingreso de billetes, fueron escalonadamente liberados.	
Francia	Decreto del 2.6.1945	Los billetes en circulación se canjearon en nuevos. En forma anónima se canjearon 50 francos franceses por persona. Identificándose se canjearon 6.000 francos franceses más 3.000 francos por cada miembro de familia.		
Holanda		Obligación de depositar los billetes de 100 florines en el período del 9 hasta el 13.6.1945 en una cuenta bloqueada utilizable para el pago de impuestos. A fines de 1945 fueron declarados todos los medios de pago en circulación sin validez (oficialmente se obligó a los holandeses a vivir de los ingresos corrientes).	En setiembre de 1945 todos los depósitos fueron bloqueados por una semana. Luego se liberó un 25% (sólo 1.000 florines, máximo 10.000 florines), pero se pudo pagar solo con cheques. Se liberaron además 100 florines en efectivo. A fines de 1945 se permitieron otros retiros de las cuentas bajo ciertas condiciones.	
Unión Soviética	Decreto del 14.12.1947	Los billetes se canjearon en nuevos en la proporción de 10:1.	Los depósitos en Cajas de Ahorro y en el Banco Estatal se canjearon hasta 3.000 rublos en la proporción 1:1; en caso de sumas mayores los primeros 10.000 rublos en la proporción 3:2, y las sumas superiores en 3:1.	El valor nominal de todas las deudas estatales fue disminuido a la tercera parte y se canjearon en empréstitos estatales unificados al 2%.