

LA TEORÍA DE LA DEUDA-DEFLACIÓN EN LAS GRANDES DEPRESIONES*

IRVING FISHER¹

A MANERA DE INTRODUCCIÓN

En mi libro *Booms and Depressions* he desarrollado teórica y estadísticamente lo que podría denominarse “teoría de la deuda-deflación en las grandes depresiones”. En el prefacio afirmo que los resultados “parecen bastante novedosos”, y en su momento hablé con mucha cautela, debido a mi escaso conocimiento, sobre la vasta literatura dedicada al tema. Desde la publicación del libro, las conclusiones especiales a que llegué han sido aceptadas ampliamente y, hasta donde sé, nadie las ha encontrado en otros autores, a pesar de que varias personas, incluido yo mismo, han buscado afanosamente en escritos previos. Dos de las autoridades más leídas en el campo me han asegurado que las conclusiones son, en palabras de uno de ellos, “novedosas e importantes”.

En parte para especificar en qué consisten algunas de estas conclusiones especiales, de las que se cree son novedosas, y en parte porque caben en las conclusiones de otros estudiosos del campo, presento este trabajo en el que resumo mis “creencias” actuales respecto al tema de la denominada “teoría de los ciclos”. Mi “credo” actual está formado por 49 “artículos”, algunos de los cuales son viejos y otros nuevos. Digo “credo” porque, para abreviar, se expresan de manera dogmática y sin prueba.

* Título original en inglés. The debt-deflation theory of great depressions. Traducción: Lauro Medina Ortega, Tlatolli-Ollin, S.C. Revisión de la traducción por Arturo Guillén Romo.

¹ *Econometrica*, vol. 1. Journal of the Econometric Society, An International Society for the Advancement of Economic Theory in its Relation to Statistics and Mathematics. (Revista de la Sociedad Econométrica. Sociedad Internacional para el Desarrollo de la Teoría Económica en Relación con Estadística y Matemáticas).

No obstante, no es un credo en el sentido de que mi fe en ellos no descansa en evidencias y de que no estoy preparado para modificarlo en presencia de nueva evidencia. Por el contrario, es bastante tentativo. Puede que resulte útil como un desafío para otros y como materia prima que les permita obtener un mejor producto.

Mientras tanto, a continuación presento mi lista de 49 conclusiones tentativas.

“TEORÍA DEL CICLO” EN GENERAL

1. El sistema económico contiene innumerables variables: las cantidades de “bienes” (riqueza física, derechos de propiedad y servicios), el precio de dichos bienes y sus valores (la cantidad correspondiente multiplicada por su precio). El cambio en una o todas las variables puede deberse a múltiples causas. Sólo en la imaginación es factible mantener constantes todas estas variables, y permanecer en equilibrio gracias al balance que existe en la fuerza de los deseos humanos, como se manifiesta por medio de la “oferta y la demanda”.

2. La teoría económica incluye un estudio de: *a)* este equilibrio imaginario, ideal —que puede ser estable o inestable—, y *b)* el desequilibrio. El primero es estática económica; el segundo dinámica económica. La así denominada teoría del ciclo es simplemente una parte del estudio del des-equilibrio económico.

3. El estudio del desequilibrio puede proceder en una de dos formas. Podemos tomar como unidad de estudio un caso histórico, real, de gran desequilibrio, como, digamos, el pánico de 1873; o bien una tendencia constituida como, digamos, la deflación, y descubrir sus leyes generales al igual que sus relaciones y combinaciones con otras tendencias. El primer tipo de estudios gira en torno a eventos o *hechos*; el segundo en torno a *tendencias*. El primero es sobre todo historia económica; el segundo es ante todo ciencia económica. Ambos tipos de estudios son apropiados e importantes; se apoyan mutuamente. El pánico de 1873 sólo puede entenderse a la luz de las diversas tendencias implicadas (deflación y otras) y la deflación sólo se comprende a la luz de las distintas manifestaciones históricas (la de 1873 y otras).

4. La vieja y aparentemente persistente noción de “el” ciclo económico como ciclo único, simple y autogenerado (análogo a la oscilación del péndulo, influido por la sola fuerza de gravedad) y que de hecho sucede históricamente como crisis regular recurrente, es un mito. En lugar de una sola hay varias fuerzas. Específicamente no existe un ciclo; por el contrario, coexisten múltiples ciclos que se agravan o neutralizan mutuamente de manera constante y que coexisten asimismo con múltiples eventos no cíclicos. Siempre hay un sinnúmero de ciclos, largos y cortos, grandes y pequeños, concebidos como *tendencias* (así como múltiples tendencias no cíclicas); cualquier evento histórico es el resultado de todas

las tendencias que en ese momento operan. Cualquier ciclo, no obstante su tendencia a ser perfecto como una curva senoide, seguramente recibe interferencias de otras tendencias.

5. Las innumerables tendencias que provocan desequilibrio económico pueden clasificarse de manera general en tres grupos: a) tendencias de crecimiento o trayectoria, que son estables; b) perturbaciones fortuitas, que son inestables, y c) tendencias cíclicas, que son inestables pero que se repiten consistentemente.

6. Hay dos tipos de tendencias cíclicas. Una es la "forzada" o que se impone desde el exterior sobre los mecanismos económicos. Tal es el caso del ritmo anual, así como el del ritmo diario. En ambos se trata de ritmos que nos imponen fuerzas astronómicas externas a la organización económica, y puede que haya otras, como los fenómenos solares o el paso de Venus. Otros ejemplos de ciclos "forzados" son los ritmos mensual y semanal, que se nos imponen vía la costumbre y la religión.

El segundo tipo de tendencia cíclica es el ciclo "libre"; no se impone desde el exterior, es autogenerado y opera de manera análoga al péndulo o al movimiento de las olas.

7. Aparentemente el tipo de ciclo "libre" es el que la gente tiene en mente cuando habla de "el" ciclo económico. El ciclo anual, no obstante que se acerca a un ciclo perfecto más que otros, en raras ocasiones es visto como un ciclo y más bien se hace referencia a él como "variación estacional".

8. Es posible que haya un equilibrio que, no obstante su estabilidad, sea tan delicado que pueda llegar a un cierto límite a partir del cual haya inestabilidad; tal como una vara que en un principio cede ante cierta presión, pero que está lista a regresar a su estado original hasta que llega a un punto en que se quiebra. Este símil puede aplicarse a un deudor cuando "quiebra", o cuando la quiebra de muchos deudores constituye un *crash* después del cual no es posible regresar al equilibrio original. Para hacer otro símil, un desastre como éste se parece a un barco que "zozobra"; en condiciones ordinarias está cerca del equilibrio estable, sin embargo cuando se inclina más allá de cierto ángulo pierde esta tendencia a regresar al equilibrio y toma, por el contrario, una tendencia a alejarse de él.

9. De manera tentativa podemos suponer que, normalmente y dentro de un amplio límite, todas o casi todas las variables económicas tienden de manera general hacia un equilibrio estable. En las exposiciones dictadas en nuestro salón de clase sobre las curvas de oferta y demanda, asumimos con bastante propiedad que si el precio, digamos del azúcar, se encuentra por encima del punto en que la oferta y la demanda son iguales, tiende a caer, y si está por debajo se incrementa.

10. Conforme a tal suposición y tomando en cuenta la "fricción económica" que siempre está presente, se sigue que a menos que alguna fuerza externa intervenga, cualquier oscilación "libre" respecto al equilibrio tiende

progresivamente a ser más pequeña, similar a una mecedora en movimiento que tiende a detenerse. Esto es, mientras los ciclos "forzados", como los estacionales, tienden a mantenerse constantes en amplitud, los ciclos ordinarios "libres" tienden a cesar, dando paso al equilibrio.

11. Pero el equilibrio así buscado se logra de manera fortuita y nunca se mantiene por mucho tiempo. Es seguro, humanamente hablando, que ocurran nuevas perturbaciones, de manera que de hecho cualquier variable siempre está por encima o por debajo del equilibrio ideal.

Por ejemplo, es posible que haya sobreproducción de café brasileño, esto es, quizá más de la que tendría que haber si los productores hubieran sabido de antemano que no lo iban a poder vender con utilidades; puede ser que la cosecha de algodón sea escasa, o que los inventarios de la fábrica o los inventarios comerciales estén por debajo o por encima del punto de equilibrio.

En teoría es posible —de hecho, la mayor parte del tiempo debe haber— la sobre o baja producción, exceso o falta de consumo, exceso o falta de gasto, exceso o falta de ahorro, exceso o falta de inversión y exceso o falta de cualquier otra cosa. Es tan absurdo suponer que durante cualquier periodo largo las variables en la organización económica o en cualquiera de sus partes se "mantengan" en perfecto equilibrio, como suponer que el Océano Atlántico se mantendrá sin oleaje.

12. Las variables importantes que podrían estar, y normalmente así sucede, por encima o por debajo del equilibrio son: *a*) elementos de capital, como casas, fábricas, barcos, capacidad productiva (generalmente), inventarios, oro, dinero, créditos y deudas; *b*) elementos de ingreso, como ingreso real, volumen de comercio, intercambio de acciones, y *c*) elementos del precio, como el de las obligaciones, productos e intereses.

13. Incluso es posible que haya una sobreproducción *general* en cualquiera de dos sentidos: *a*) puede que haya en general, en un punto particular de tiempo, inventarios excedentes o a la mano, o *b*) podría haber en general, durante cierto periodo, un flujo excesivamente acelerado de la producción. La noción clásica de que la sobreproducción sólo puede ser relativa entre distintos productos es errónea. Dejando de lado la abundancia o escasez de productos particulares relacionados entre sí, la producción en su conjunto está en relación con los deseos y aversiones humanos, y puede como totalidad sobrepasar o reajustar insuficientemente la marca del equilibrio.

De hecho, excepto por momentos breves, siempre debe haber un grado de sobreproducción general o de producción insuficiente general y en ambos sentidos, en términos de existencias (*stocks*) y en términos de flujos.

14. Pero en la práctica la sobreproducción general, como se piensa popularmente, nunca ha sido, hasta donde lo he podido descubrir, una causa principal de desequilibrio. La razón, o una razón, para la noción común de sobreproducción es tomar por error poquísimos dinero para demasiados productos.

15. Mientras cualquier desviación del equilibrio de cualquier variable económica en teoría podría, y sin duda lo hace en la práctica, provocar oscilaciones, la pregunta importante es: ¿cuál de ellas ha sido suficientemente perturbadora para permitir una explicación sustancial de los grandes *booms* y depresiones de la historia?

16. No estoy suficientemente familiarizado con la historia detallada y larga de estas perturbaciones ni con la colosal literatura que se ha escrito al respecto y en la que se argumenta su explicación. Por ello no puedo llegar a ninguna conclusión definitiva respecto a la importancia relativa de todas las influencias que operan. Estoy ansioso de aprender de otros.

17. Con base en mi opinión actual, que es puramente tentativa, considero que hay un grano de verdad en todas las explicaciones que se proponen, pero con frecuencia el tamaño de este grano es muy pequeño. Cualquiera de ellas puede resultar adecuada para aclarar las perturbaciones *pequeñas*, pero el conjunto de todas tal vez ha sido inadecuado para esclarecer las perturbaciones *grandes*.

18. En particular, si son serias las explicaciones del así llamado ciclo económico, o ciclos, dudo que sean adecuadas como tales la sobreproducción, la falta de consumo, la sobrecapacidad, la dislocación de precios, el desajuste entre los precios de la agricultura y la industria, el exceso de confianza, el exceso de inversión, el exceso de ahorro, el exceso de gasto y la discrepancia entre ahorro e inversión.

19. Aventuro la opinión, sujeta a corrección o a futura evidencia, de que en los grandes *booms* y depresiones cada uno de los factores que se mencionaron en el punto anterior ha desempeñado un papel subordinado en comparación con dos factores dominantes, a saber: *sobreendeudamiento* al comienzo, seguido muy pronto por *deflación*, y que donde los otros factores han adquirido prominencia generalmente hay efectos o síntomas de los dos factores dominantes. En resumen, los malos de la película son las perturbaciones ocasionadas por la deuda y los niveles de precios.

Aunque estoy preparado para cambiar mi opinión, hasta el momento tengo la fuerte convicción de que estas enfermedades económicas, la de la deuda y la de los niveles de precios (o enfermedad del dólar) son, durante los grandes *booms* y depresiones, más importantes como causas que todas las demás juntas.

20. Algunos de los otros factores, que por lo general son menos relevantes, adquieren cierta importancia cuando se combinan con uno o ambos factores dominantes.

Así, la sobreinversión y la sobreespeculación generalmente son importantes, pero pueden acarrear resultados de menor cuidado cuando no se practican con dinero prestado. Esto es, el sobreendeudamiento puede incrementar la importancia del exceso de inversión o la sobreespeculación

Lo mismo es cierto para el exceso de confianza. Imagino que si es fortuito no provoca un daño de importancia, excepto si se engaña a las víctimas y se les lleva a endeudarse.

Otro ejemplo es el desajuste entre los precios de la agricultura y los de la industria que, como puede demostrarse, es resultado de un cambio en el nivel general de precios.

21. Las perturbaciones en estos dos factores —la deuda y el poder adquisitivo de las unidades monetarias— ocasionarán perturbaciones serias en todas o casi todas las otras variables económicas. Por otro lado, si están ausentes la deuda y la deflación, otras perturbaciones son débiles para acarrear crisis severas, como las de 1837, 1873 o la de 1929-1933.

EL PAPEL QUE DESEMPEÑAN LA DEUDA Y LA DEFLACIÓN

22. No es posible proporcionar una lista exhaustiva de las variables secundarias que se ven afectadas por las dos más importantes: deuda y deflación; sin embargo, entre las primeras hay que incluir siete, de un total de nueve, como sigue: deudas, medios de circulación, su velocidad de circulación, niveles de precios, valores netos, utilidades, comercio, confianza en la economía, tasas de interés.

23. *Las interrelaciones más importantes entre los nueve factores clave pueden obtenerse por deducción*, suponiendo que, para empezar, el factor de sobreendeudamiento es el único que perturba el equilibrio económico general y, en particular, suponiendo que no existe ninguna otra influencia, sea accidental o designada, que tienda a afectar el nivel de precios.

24. En consecuencia suponemos que en algún momento existe un estado de sobreendeudamiento que llevará a la liquidación, por medio de la alarma de los deudores o de los acreedores, o de ambos. Podemos entonces deducir el siguiente encadenamiento de consecuencias, compuesto por nueve eslabones: 1) la *liquidación de deuda* da origen a *ventas de urgencia* y a 2) *contracción de los depósitos en moneda*, en la medida en que se pagan los préstamos hechos por la banca y por una desaceleración de la circulación. Esta contracción de los depósitos y la desaceleración, precipitada por las ventas de urgencia, causa 3) *una caída en el nivel de los precios*; en otras palabras, un incremento desmedido del dólar. Suponiendo, tal y como se menciona en el punto anterior, que esta caída de precios no se ve afectada por reflación u otro factor, debe haber 4) *una caída mayor en el valor neto de las empresas*, precipitando las quiebras, y 5) *una caída de utilidades*, lo que en una sociedad "capitalista", es decir, en una sociedad que busca el lucro privado, lleva a la preocupación de que se va a la pérdida acelerada, lo que provoca 6) *una reducción en el producto, el intercambio comercial y el empleo* de fuerza de trabajo. Estas pérdidas, quiebras y desempleo llevan a 7) *el pesimismo y la pérdida de confianza*, lo que a su vez lleva a 8) *el atesoramiento y una mayor desaceleración en la velocidad de circulación*.

Los ocho cambios anteriores causan 9) *complicadas perturbaciones en las tasas de interés*, particularmente en una caída de las tasas nomi-

nales, o dinero, y una elevación en las tasas reales de interés, o bienes.

Es evidente que la deuda y la deflación explican una gran cantidad de fenómenos de una manera lógica muy simple.

25. Este concatenamiento de causas constituido por nueve eslabones sólo incluye algunas interrelaciones entre los nueve factores. Hay otras interrelaciones que pueden demostrarse tanto racional como empíricamente, y sin duda otras que por el momento no pueden formularse.² Asimismo debe haber muchas relaciones indirectas entre las variables que no se incluyen entre las nueve mencionadas.

26. De ese tipo de relaciones una de las más importantes (y en la que probablemente no hice suficiente hincapié en *Booms and Depressions*) es el efecto directo de la reducción del dinero y de los depósitos y la velocidad con que restringen el intercambio comercial, como lo evidencia el hecho de que el intercambio comercial se ha restablecido localmente con dinero emergente sin que haya ningún incremento en el nivel de precios.

27. El orden cronológico real de los nueve eventos es diferente del orden "lógico" con que se presenta líneas arriba, además de que hay reacciones y efectos que se repiten. Como se establece en el apéndice Y de *Booms and Depressions*:

Enseguida se presenta la tabla con los nueve factores, ocurrentes y recurrentes (junto con las ventas de urgencia). Nos da una visión típica, aunque todavía inadecuada, del entrecruzamiento de factores que se da en una depresión, con el orden aproximado en el que generalmente se cree que ocurren (la primera ocurrencia de cada uno de los factores y sus subdivisiones se marcan con *itálicas*. Los números entre paréntesis muestran la secuencia en la exposición original).

-
- I. (7) ligero *pesimismo* y primera sacudida a la confianza
 - (8) ligera *desaceleración* de la velocidad de circulación
 - (1) *liquidación* de deuda
 - II. (9) caída del *interés monetario* sobre préstamos seguros
 - (9) pero se incrementa el interés monetario sobre los préstamos inseguros
 - III. (2) *ventas de urgencia*
 - (7) más pesimismo
 - (3) *caída de los precios de las obligaciones*

² Muchas de estas interrelaciones han sido demostradas estadísticamente por varios autores. Algunas, que he demostrado y que son consistentes con la teoría deuda-deflación son: el cambio en los precios; después de retrasos distribuidos, provoca o es seguido por las fluctuaciones correspondientes en el volumen de intercambio comercial, empleo, quiebras y tasas de interés. Los resultados de la contención del cambio de precios y el desempleo se muestran en las gráficas 2 y 3. Véase las referencias al final de este artículo; asimismo la nota 3 relativa a las gráficas.

- (1) más liquidaciones
 (3) *caída de los precios de los bienes*
- IV. (9) el interés real se incrementa; LAS DEUDAS REALES SE INCREMENTAN
 (7) más pesimismo y desconfianza
 (1) más liquidaciones
 (2) más ventas de urgencia
 (8) mayor desaceleración de la velocidad de circulación
- V. (2) más ventas de urgencia
 (2) *contracción de los depósitos en moneda*
 (3) avance del incremento del dólar
- VI. (4) *reducción de la riqueza neta*
 (4) incremento de quiebras
 (7) más pesimismo y desconfianza
 (8) mayor desaceleración de la velocidad de circulación
 (1) más liquidaciones
- VII. (5) *caída de las utilidades*
 (5) *incremento de las pérdidas*
 (7) incremento del pesimismo
 (8) desaceleración de la velocidad de circulación
 (1) más liquidaciones
 (6) *reducción del volumen de comercialización de acciones*
- VIII. (6) *decrece la construcción*
 (6) *reducción de la producción*
 (6) *reducción del intercambio comercial*
 (6) *desempleo*
 (7) más pesimismo
- IX. (8) *atesoramiento*
- X. (8) *movimientos especulativos contra los bancos*
 (8) *los bancos detienen los préstamos para protegerse*
 (8) *los bancos venden inversiones de urgencia*
 (8) *quiebra de bancos*
 (7) incremento de la desconfianza
 (8) más atesoramiento
 (1) más liquidaciones
 (2) más ventas de urgencia
 (3) avance del incremento del dólar

Como quedó establecido, este orden (o cualquier otro, para el caso) sólo es aproximado y está sujeto a variaciones en diferentes momentos y lugares. Ahora representa mi posición actual en cuanto a la sucesión de los nueve factores seleccionados para el estudio que se hace en este libro; es muy probable que la sucesión, en la mayor parte de los casos, siga esta línea, siempre y cuando no haya factores externos que intervengan.

Sin embargo, como también se estableció, la idea de una sucesión única, lineal, es inadecuada por sí misma; ya que, por ejemplo, mientras el factor 1) actúa sobre 2), al

mismo tiempo actúa *directamente* sobre 7), de tal manera que necesitamos una imagen con sublíneas o, aún mejor, una red de interacciones en la que cada uno de los factores muestre su acción sobre otro a la vez que se observa la influencia que recibe de otros factores, o de todos.

El párrafo 24 proporciona un orden lógico y el 27 uno cronológico para las principales variables que convergen en una depresión una vez iniciado el sobreendeudamiento.

28. No obstante debe hacerse notar que, excepto la primera y última líneas de la sucesión "lógica", a saber, deuda e intereses sobre la deuda, *el resto de las fluctuaciones enlistadas son consecuencia de una caída de los precios.*

29. Cuando el sobreendeudamiento se mantiene solo, es decir, *no da origen a una caída de los precios, o en otras palabras, cuando su tendencia a provocarla queda neutralizada por fuerzas inflacionarias (sea por accidente o a propósito), el "ciclo" resultante es mucho más ligero y regular.*

30. De igual manera, cuando ocurre una deflación a partir de causas distintas a la deuda y sin un volumen serio de deuda, los perjuicios resultantes son menores. Es la combinación de ambas —la enfermedad de la deuda en primer lugar, para luego precipitar la del dólar— la que provoca el mayor daño.

31. Las dos enfermedades interactúan y reaccionan entre sí. A la fecha los patólogos han descubierto que un par de enfermedades simultáneas muchas veces resultan peores que cuando sólo actúan individualmente, o peores que la mera suma de ambas, por decirlo así. Y todos sabemos que una dolencia menor puede llevar a una mayor. En la misma forma que un catarro mal cuidado lleva a una neumonía, un sobreendeudamiento lleva a la deflación.

32. Y viceversa, una deflación causada por deuda reacciona sobre la deuda. Cada dólar de deuda no pagado es un dólar que se incrementa, y si el sobreendeudamiento con el que comenzamos ya era suficientemente grande, la liquidación de deuda no puede mantenerse a la par de la caída de precios que origina. En este caso la liquidación se anula a sí misma. No obstante que reduce la cantidad de dólares debidos, esta reducción no puede ir a la misma velocidad que el incremento del valor de cada dólar que se debe. Entonces, *se incrementa el esfuerzo que hacen los individuos para reducir el peso de la deuda debido al efecto colosal de la estampida que se da para liquidar a como dé lugar cada dólar que se debe.* Entonces viene la paradoja que, creo, es el mayor de los secretos de casi todas las depresiones: *entre más pagan los deudores, más deben.* Mientras más se incline el barco de la economía, su tendencia será a inclinarse más. La tendencia no es a enderezarse a sí mismo, sino a volcarse.

33. Sin embargo, si el sobreendeudamiento no es suficientemente grande para desembocar en liquidación, entonces se anula a sí mismo, la situación

es distinta y simple. Es, en consecuencia, más análoga al equilibrio estable; mientras más se mece el barco más tiende a enderezarse. En este caso tenemos un verdadero ejemplo de ciclo.

34. En particular, en el caso de la "volcadura" lo peor es que la disminución de los ingresos reales es acelerada y progresiva. Los hombres desocupados y las máquinas ociosas arrojan una producción y un ingreso real magros, factor central en toda ciencia económica. Dicho sea de paso, la falta de producción se presenta justo en el momento en que existe la ilusión de una sobreproducción.

35. En este repaso no he planteado lo que constituye el sobreendeudamiento. Es suficiente decir aquí que: a) el sobreendeudamiento siempre es relativo en relación con otros aspectos, incluidos la riqueza nacional y el ingreso y la disponibilidad de oro, que como lo ponen de manifiesto recientemente Warren y Pearson, es muy importante, y b) no es una magnitud unidimensional que pueda medirse simplemente con el número de dólares de deuda. También debe tomarse en cuenta el desglose en tiempo del monto que vence. Las deudas que vencen de inmediato producen mayores dificultades económicas que las que vencen años después; lo mismo las pagaderas de acuerdo con las opciones del acreedor que las que son pagaderas de acuerdo con la conveniencia del deudor, de ahí que la dificultad económica sea mayor por préstamos a la vista y vencimientos anticipados.

Para propósitos prácticos podemos medir, más o menos, la dificultad económica que causa el total de la deuda nacional si se toma la suma total de los vencimientos actuales, digamos en el año que corre, incluyendo renta, impuestos, intereses, reembolso a plazos, requerimientos de fondos de amortización, vencimientos y cualquier otro compromiso fijo o rígido para pagar el principal.

UN EJEMPLO, LA DEPRESIÓN DE 1929-1933³

36. La depresión de la que estamos saliendo (espero) ejemplifica una depresión de deuda-deflación de las más serias. Las deudas de 1929 eran de las más grandes conocidas tanto nominalmente como en la realidad.

³ Véase las gráficas:

La gráfica 1 muestra: 1) el nivel de precios (P), y 2) la tasa porcentual de incremento o caída (P'). Cuando esta última está desfasada, con la distribución del desfase de acuerdo con una curva de probabilidad, varias P' se yuxtaponen y acumulan, por lo que obtenemos P'', como en las gráficas 2 y 3. Esta P'' es prácticamente un desfase promedio de las P'.

Las gráficas 2 y 3 muestran: P'' contrastada con empleo E; podría considerarse que P'' corresponde a lo que sería el empleo si estuviese totalmente controlado por el cambio de precio.

La gráfica 4 muestra el índice semanal oficial (al por menor) sueco contrastado con los índices semanal al por mayor y mensual al por menor de Estados Unidos.

La gráfica 5 muestra la deuda interna estimada de Estados Unidos, contrastada con el

Eran suficientemente grandes no sólo para “mover el bote” sino para comenzar a volcarlo. Para el mes de marzo de 1933 la liquidación había reducido la deuda en cerca de 20%, pero había incrementado el dólar casi 75%, de tal suerte que la deuda *real*, es decir, la deuda medida en términos de bienes, se había incrementado cerca de 40% $[(100\% - 20\%) \times (100\% + 75\%) = 140\%]$. Véase la gráfica 5.

37. A menos que se presente algo que contrarreste y evite la caída de los niveles de precios, una depresión como la de 1929-1933 (de aquellas en las que entre más pagaban los deudores más debían) tiende a seguir, a profundizarse en una espiral viciosa por varios años. La tendencia no es entonces a que el barco deje de ladearse, sino a volcarse. Finalmente, por supuesto, aunque sólo hasta que se llega a la quiebra universal, se detendrá el sobreendeudamiento y comenzará a reducirse. Después vienen la recuperación y una tendencia hacia una nueva secuencia de auge-depresión. A esto se le llama la salida “natural” de una depresión, por la vía de la quiebra innecesaria y cruel, el desempleo y la hambruna.

38. Por otro lado, si el análisis hasta aquí expuesto es correcto, siempre será económicamente posible detener o evitar una depresión como ésta tan sólo con una reflación del nivel de precios hasta alcanzar el nivel promedio al que los deudores contrataron las deudas pendientes y que asumen los acreedores existentes, y después mantener ese nivel sin cambios

Los niveles de precios son controlables, y esto no sólo es algo que sostienen los teóricos monetaristas, sino una realidad que ha sido comprobada por dos grandes eventos: 1) Suecia ha mantenido por casi dos años una estabilidad en los niveles de precios, prácticamente siempre en 2% del par seleccionado y por lo general en 1% (véase la gráfica 4); 2) el hecho de que fácilmente se pueda echar marcha atrás de manera inmediata a la deflación con el uso de —o incluso con la expectativa de usar— instrumentos adecuados, como lo ha demostrado recientemente el presidente Roosevelt. Véase las gráficas 7 y 8.

39. Aquellos que imaginan que la reflación abierta de Roosevelt no es la causa de nuestra recuperación actual, pues “de todas forma hemos tocado fondo”, están muy equivocados. Sin importar la tasa, no han aportado evidencia —hasta donde he visto— de que hayamos tocado fondo. Y se hallaran en lo cierto, mi análisis estaría terriblemente equivocado. De acuerdo con todas las evidencias analizadas, la deuda y la deflación

valor monetario total estimado de la riqueza. La extensión no sombreada de las barras ascendentes muestra las cifras para 1933 si se incrementaran 75% para expresarlas en dólares de 1929 (de acuerdo con los índices de los precios al mayoreo de las mercancías).

La gráfica 6 muestra las cargas anuales “fijas” estimadas (recaudadas) contrastadas con el ingreso nacional estimado. La extensión no sombreada de las barras ascendentes muestra las cifras para 1932 si se hubieran incrementado 56% para expresarlas en dólares de 1929.

Las gráficas 7 y 8 muestran las estadísticas más importantes disponibles, antes y después del 4 de marzo de 1933, agrupadas en el orden señalado en el artículo 27 *supra*.

que provocaron gran daño hasta el 4 de marzo de 1933 no tienen precedente, y si no se les hubiese puesto atención habrían infligido una mayor ruina (como nunca) después del 4 de marzo. Si no se hubiese aplicado la "respiración artificial" habríamos sido testigos de una quiebra general de las compañías de garantía hipotecaria, los bancos que ofrecen el servicio de ahorro, las compañías de seguros de vida, ferrocarriles, municipios y estados. Es probable que el gobierno federal no hubiera podido pagar sus cuentas sin recurrir a la impresión de más billetes, lo que habría constituido un caso tardío y poco afortunado de respiración artificial. Si nuestros gobernantes hubiesen insistido entonces en "dejar la recuperación a la naturaleza" y hubiesen rechazado la posibilidad de influir en cualquier forma, habrían tratado vanamente de equilibrar el presupuesto deshaciéndose de más empleados gubernamentales, elevando impuestos para salir a flote, o tratando de recuperarse pidiendo más préstamos, por lo que en muy poco tiempo habrían dejado de ser nuestros gobernantes, ya que el mismo gobierno nacional no habría tenido solvencia de ahí que probablemente habría sobrevenido una especie de revolución política que no hubiera esperado hasta las próximas elecciones. Los agricultores del medio oeste ya habían empezado a desafiar la ley.

40. Si todo lo anterior es verdad, hubiera sido tonto e inmoral "dejar que las cosas tomaran su curso natural", a semejanza de un médico que se comportara de manera negligente frente a un caso de neumonía. Asimismo se publicarían libelos referentes a la ciencia económica, que cuenta con terapias tan ciertas como las de las ciencias médicas.

41. Si hoy día, después de cuatro años, la reflación puede fácilmente y con rapidez hacer que se retraiga la fase descendente del ciclo económico de deflación —que es fatal—, cuando estaba ganando mayor *momentum* habría sido aún más sencillo detenerla. De hecho, durante la administración del presidente Hoover las compras de la Reserva Federal en el mercado libre habían iniciado con éxito la recuperación, pues entre mayo y septiembre de 1932 se habían recuperado ya los precios y los negocios. El esfuerzo no se mantuvo y la recuperación fue detenida por varias circunstancias, incluida la "campana política del miedo".

Aun así, habría sido fácil evitar la depresión casi en su totalidad. En mi opinión esto es lo que habría hecho Strong, gobernador del Federal Reserve Bank of New York, si hubiera vivido, y tanto otros bancos como el consejo de la Reserva Federal habrían adoptado sus políticas para perseverar en ellas después de su muerte.⁴ En este caso no habría ocurrido

4 A la larga, sin embargo, para evitar la depresión habría sido necesario abandonar el patrón oro o modificarlo (por una devaluación), ya que con el patrón de 1929 no habría sido posible mantener indefinidamente el nivel de precios de ese momento frente a: 1) la "batalla por el oro" debido a la expansión de dicho patrón para incluir a toda la nación; 2) el incremento del volumen de intercambio comercial, y 3) el insuficiente aprovisionamiento de oro previsto en el mundo.

nada peor que el primer *crash*. Habríamos padecido la enfermedad de la deuda, aunque sin la enfermedad del dólar (un catarro mal cuidado, pero no neumonía).

42. Si la teoría de deuda-deflación en las grandes depresiones es esencialmente correcta, el control de los niveles de precios adquiere una nueva importancia, y quienes estén en el asiento del conductor —el consejo de la Reserva Federal y el secretario del Tesoro, o, esperemos, una comisión especial para la estabilización— en el futuro se verán sometidos a una nueva rendición de cuentas.

43. El control de los niveles de precios o control del dólar no puede ser una panacea. Aun con un dólar ideal estable estaremos expuestos a la enfermedad de la deuda, a la enfermedad del desempleo tecnológico, a la sobreproducción, a la dislocación de precios, al exceso de confianza y a muchas otras enfermedades menores. Para encontrar la terapia apropiada para curarlas será necesario que los economistas se mantengan ocupados durante mucho tiempo después de que hayamos erradicado la enfermedad del dólar.

INICIADORES DE LA DEUDA

44. El sobreendeudamiento debe haber tenido un origen. Pudo haber comenzado por diversas causas; entre las más comunes figuran las *nuevas oportunidades de inversión con la expectativa de obtener utilidades enormes* en comparación con las utilidades y los intereses que normalmente se consiguen mediante nuevos inventos, nuevas industrias, el desarrollo de nuevos recursos y la apertura de nuevas tierras o de nuevos mercados. El dinero fácil es el gran causante del préstamo excesivo. Cuando un inventor considera que puede obtener más de 100% anual, mientras paga 6% por los préstamos que consigue, se verá tentado a pedir prestado e invertir o especular con ese dinero. Ésta fue la principal causa que provocó el sobreendeudamiento de 1929. Los inventos y los mejoramientos tecnológicos crearon múltiples oportunidades de inversión y provocaron grandes deudas. Otras causas del sobreendeudamiento fueron las deudas que quedaron después de la guerra, nacional y extranjera, pública y privada; los préstamos para la reconstrucción que se concedieron a extranjeros, y la política de intereses bajos que se adoptó para apoyar el regreso de Inglaterra al patrón oro en 1925.

Cada caso de sobreendeudamiento tiene su origen o conjunto de orígenes. Las principales causas que iniciaron el sobreendeudamiento que llevó a la crisis de 1837 estuvieron vinculadas con las oportunidades de inversión lucrativa que produjo el desarrollo de las regiones oeste y suroeste del país con la creación de la propiedad inmobiliaria, la siembra del algodón, la construcción de canales (comenzando con el del Erie), la construcción de barcos de vapor y de caminos, así como la apertura de los Apalaches para cruzar de un lado a otro. El sobreendeudamiento que llevó a la crisis

de 1873 fue producto de la explotación de los ferrocarriles y de las granjas del oeste, promovidas por la ley para adquirir tierras públicas o asentarse en ellas (*Homestead Act*). El sobreendeudamiento que desembocó en el pánico de 1893 estuvo vinculado a la base oro, que era muy reducida debido a la inyección excesiva de plata. No obstante, parece que el pánico de 1893 tuvo menos ingredientes de deuda en comparación con los otros casos, aunque la deflación desempeñó un papel central.

La causa podría ser, por supuesto, la oscilación total o parcial del péndulo, o bien una reacción de recuperación respecto a una depresión precedente, como comúnmente suponen los teóricos del ciclo. Esto tenderá por sí mismo a controlar la siguiente depresión para que sea menor que la anterior.

45. Cuando la causa son las nuevas oportunidades para invertir obteniendo utilidades inusuales, la burbuja de la deuda tiende a inflarse más y más rápido que cuando se trata de una inmensa mala suerte que sólo ocasiona deudas no productivas. La única excepción sobresaliente es una gran guerra, y aun así se trata de una causa central, porque *una vez terminada* da origen a deudas productivas que se utilizan para la reconstrucción.

46. A diferencia de las opiniones comunes, ingenuas, que sostienen que las guerras terminan en depresión, consideramos que si la interpretación presente es correcta, la Primera Guerra Mundial no tendría que haber llevado a Estados Unidos a una gran depresión. Es verdad que no se habría podido hacer mucho para remediar la mayor parte de las inflaciones debido a las exigencias de las finanzas gubernamentales; sin embargo es probable que se hubiera podido evitar por completo la deflación excesiva, indebida.

47. La psicología pública, que lleva a los individuos a endeudarse con la expectativa de obtener ganancias, pasa por diversas fases que más o menos son las siguientes: a) la expectativa de obtener grandes dividendos o ganancias en el *ingreso* propio en un futuro remoto; b) la esperanza de vender con utilidades y obtener una ganancia de *capital* en el futuro inmediato; c) la popularidad de las promociones arriesgadas, las cuales aprovechan que la opinión pública está acostumbrada a tener grandes expectativas; d) el fraude abierto impuesto a un público crédulo y obtuso.

Los tontos descubren cuando es demasiado tarde cierto tipo de escándalos, como los de Hatry, Krueger e Insull. Se ha escrito por lo menos un libro para probar que la causa de las crisis son los fraudes cometidos por vivales. Sin embargo es probable que éstos nunca hubieran alcanzado grandes proporciones de no contar con sus causas originales, con bases reales para la psicología de la "nueva era", que pierde control y arrastra a sus víctimas. Éste fue el caso previo a 1929.

48. En resumen, encontramos que: 1) los cambios económicos incluyen tendencias estables y perturbaciones inestables ocasionales que actúan como iniciadoras de oscilaciones cíclicas de innumerables tipos; 2) entre

las múltiples perturbaciones ocasionales se encuentran las nuevas oportunidades de inversión, debidas especialmente a las nuevas invenciones; 3) éstas, junto con otras causas, en ocasiones coinciden y provocan un incremento significativo en el volumen de sobreendeudamiento; 4) esto a su vez conduce a los intentos de liquidación 5) lo que lleva (*a menos que se contraataque con reflación*) a la caída de los precios o al incremento del dólar; 6) es posible que el dólar se incremente con mayor rapidez que la reducción de dólares de deuda; 7) en este caso la liquidación realmente no liquida, sino que de hecho agrava la deuda, y la depresión empeora en lugar de mejorar, como lo indican los nueve factores; 8) las salidas son vía *laissez faire* (la quiebra) o la medicación científica (reflación), y la reflación bien podría haberse aplicado en primer lugar.

49. En general, la "teoría de la deuda-deflación en las grandes depresiones" que hasta aquí he descrito me parece acertada. Evidencia de ello son las experiencias de la gran depresión presente y de las anteriores. No cabe duda de que estudios posteriores realizados por otros verificarán esta opinión. Una forma de hacerlo hoy día es comparar de manera simultánea diferentes países. Si la "teoría de la deuda-deflación" es correcta, el contagio de la depresión internacional se debe ante todo al patrón monetario oro (u otro común), y deberá existir cierta tendencia para que una depresión pase de un país deflacionario a otro no deflacionario o que está en proceso de estabilización.

Como advertí al principio, varias características del análisis anterior son, hasta donde yo sé, nuevas. Algunas no tienen mucha importancia o resultan tan evidentes que no es necesario hacer hincapié en ellas. Lo que sí me aventuro a destacar (número 32; también la 36) es que si el sobreendeudamiento es demasiado grande como para deprimir los precios a una velocidad mayor que la liquidación, el esfuerzo colosal que se realiza para salir del endeudamiento nos hunde más en la deuda.⁵ Asimismo deseo

⁵ La interacción entre liquidación y deflación no se me ocurrió sino hasta 1931, aunque, con otros, desde 1909 había puesto énfasis en el hecho de que la deflación tiende a la depresión y la inflación hacia el boom.

Expuse por primera vez esta teoría de la deuda-deflación en la cátedra de Yale en 1931, y la sostuve públicamente por primera vez ante la American Association for the Advancement of Science el 1 de enero de 1932. Su expresión completa se encuentra en mi libro *Booms and Depressions*, 1932, y algunas características de mi visión general de la teoría del ciclo en "Business Cycles as Facts or Tendencies", en *Economische Opstellen Aangeboden aan Prof. C. A. Verrijn Stuart*, Haarlem, 1931. Cierta tipo de desequilibrios los expongo en otros escritos. El papel que desempeña el desfase entre el interés real y nominal lo presenté en *The Purchasing Power of Money*, Macmillan, Nueva York, 1911; y de manera más completa en *The Theory of Interest*, Macmillan, Nueva York, 1930, así como los efectos de la desigualdad en la previsión. Algunas estadísticas de verificación pueden encontrarse en "Our Unstable Dollar and the So-called Business Cycle", *Journal of the American Statistical Association*, junio de 1925, pp. 179-202, y "The Relation of Employment to the Price Level" (que expuse ante una sección de la American Association for the Advancement of Science, Atlantic City, N.J., 28 de diciembre de 1932, y que después se publicó en *Stabilization of Employment*,

hacer hincapié en la articulación lógica de los nueve factores; de éstos los más importantes son los de deuda y deflación (núms. 44 y 45). Para terminar me referiré a un corolario importante para la teoría de la deuda-deflación; las grandes depresiones son curables y pueden prevenirse por medio de la reflación y la estabilización (números 38 a 42).

Las siguientes gráficas se expresan en "razón de escala", excepto los números 2, 3, 5, 6 y la curva P' de la gráfica 1. La razón de escala específica se indica en cada caso.

Hay que hacer notar que en las gráficas 7 y 8 todas las curvas comparten la razón de escala, como se indica en el recuadro a la derecha de ambas gráficas, excepto "préstamos por medio de intermediarios" en la gráfica 7 y "cantidades incumplidas", "incumplimientos de deuda" y "acciones comercializadas" en la gráfica 8, cuyas cuatro curvas tienen una escala común "reducida", es decir, menores, como lo indica el recuadro ubicado a la izquierda de la gráfica 8.

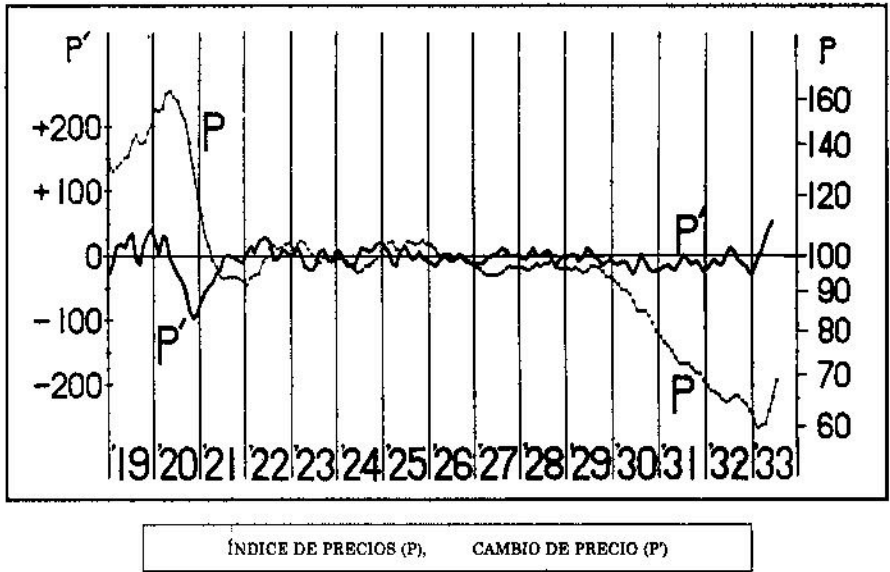
Asimismo debe hacerse notar que "dinero en circulación", "cantidades incumplidas" e "incumplimientos de deuda" son opuestos.

Los detalles de cómo se derivó \bar{P}' , en las gráficas 2 y 3, de P' en la gráfica 1, y de cómo se deriva P' , en la gráfica 1, de P , se proporcionan en "Our Unstable Dollar and the So-called Business Cycle", *Journal of the American Statistical Association*, junio de 1925.

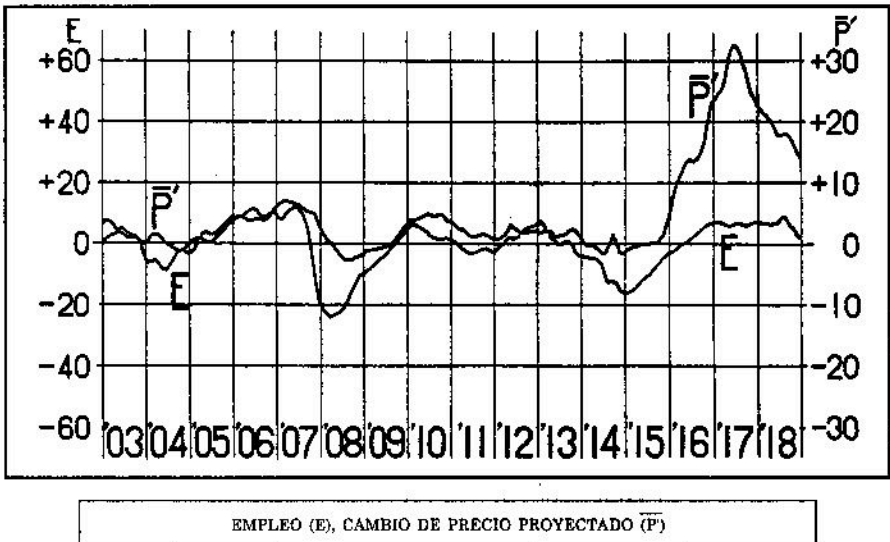
editado por Charles F. Roos, The Principia Press, Inc., Bloomington, Ind., 1933, pp. 152-159). Véase las gráficas 1, 2 y 3. Algunas estadísticas de verificación pueden encontrarse en *The Stock Market Crash and After*, Macmillan, Nueva York, 1930.

Se proporciona una bibliografía selecta del trabajo de otros autores en el apéndice III de *Booms and Depressions*, Adelphi Company, Nueva York, 1932. En esta selección se omite la obra de Veblen, *Theory of Business Enterprise*, Charles Scribner's Sons, Nueva York, 1904, cuyo capítulo VII, según la opción del profesor Wesley C. Mitchell, probablemente se acerca a la teoría de la deuda-deflación. Parece que los escritos de Hawtrey son los que más se acercan. El profesor Alvin H. Hansen me informa que el profesor Paxson, del Departamento de Historia de Estados Unidos de la Universidad de Wisconsin, hizo hincapié, en uno de sus cursos de historia de Occidente (hace unos 20 años), en el factor deuda y su relación con la deflación. No obstante, hasta donde yo sé, nadie ha sostenido que la liquidación de deuda se anula a sí misma por la vía de la deflación, al igual que otros aspectos del presente "credo". En caso de existir anticipación evidente, no pudo establecerse de manera prominente, pues la palabra "deuda" ni siquiera aparece en el índice de los tratados sobre la materia.

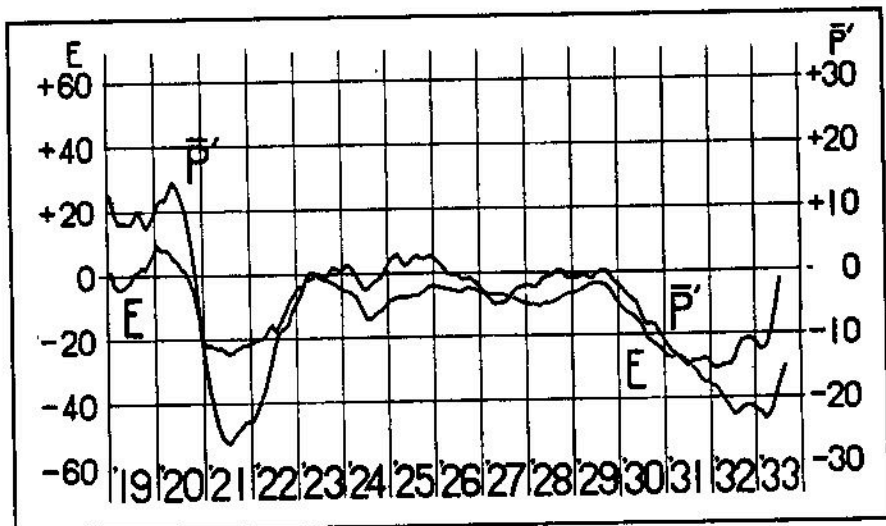
GRÁFICA 1



GRÁFICA 2



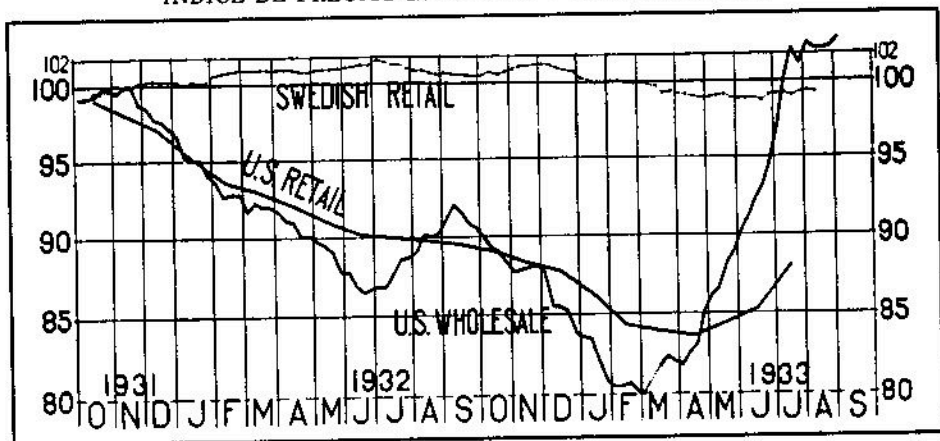
GRÁFICA 3



EMPLEO (E), CAMBIO DE PRECIO PROYECTADO (\bar{P})

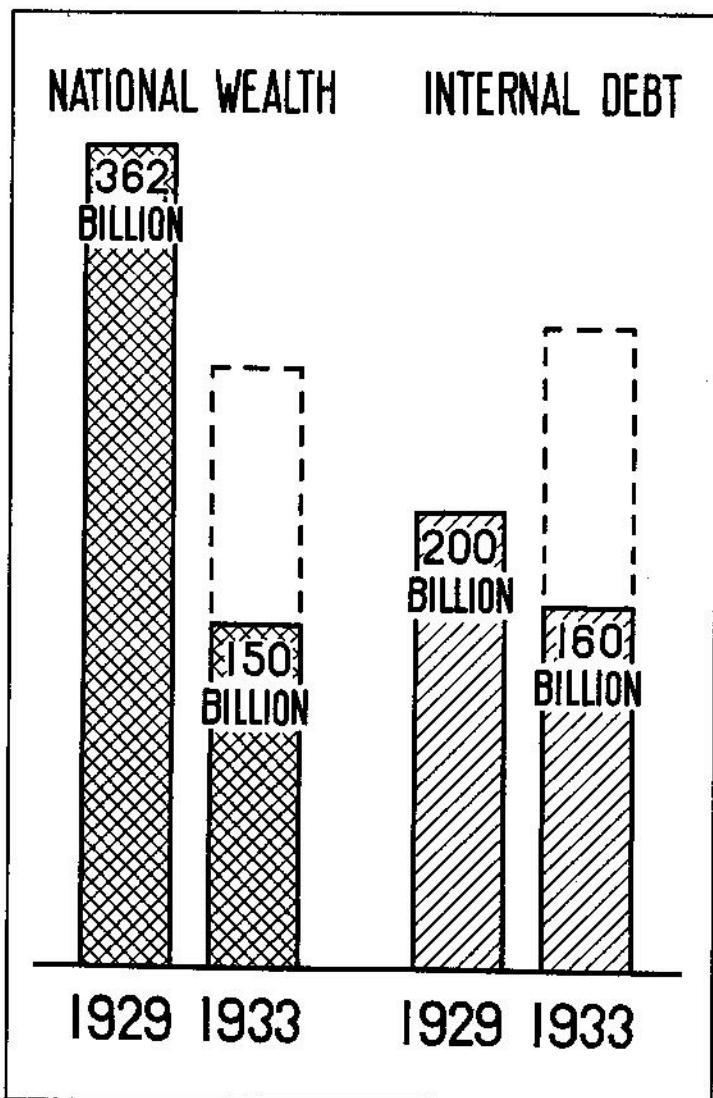
GRÁFICA 4

ÍNDICE DE PRECIOS EN SUECIA Y ESTADOS UNIDOS



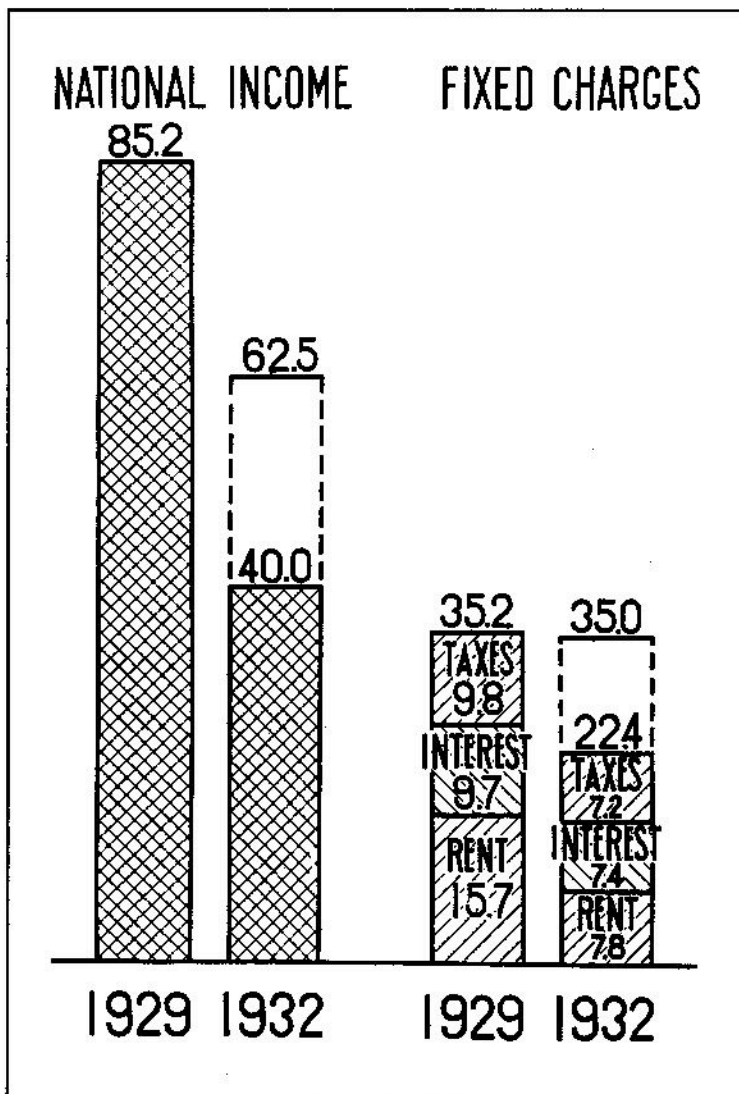
SUECIA, VENTA AL POR MENOR (SWEDISH RETAIL)
 ESTADOS UNIDOS, VENTA AL POR MENOR (U. S. RETAIL)
 ESTADOS UNIDOS, VENTA AL POR MAYOR (U.S. WHOLESALE)

GRÁFICA 5
RIQUEZA NACIONAL
DEUDA INTERNACIONAL



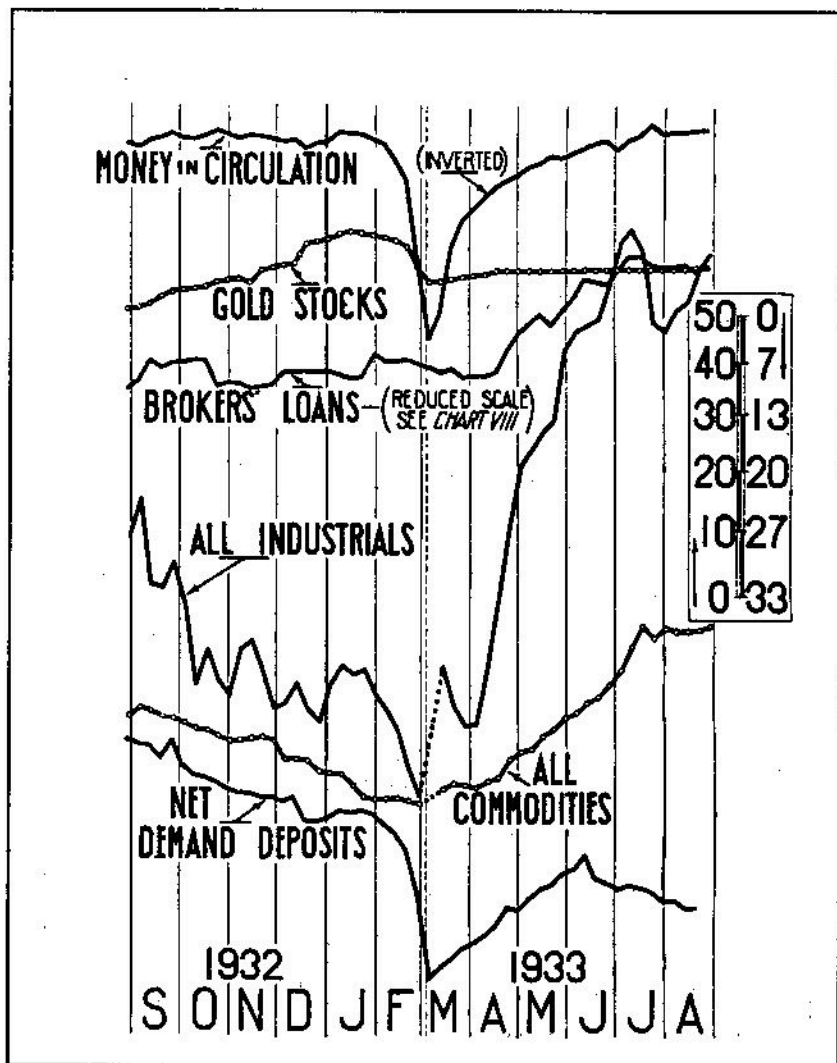
362 000 MILLONES (362 BILLION)
 150 000 MILLONES (150 BILLION)
 200 000 MILLONES (200 BILLION)
 160 000 MILLONES (160 BILLION)

GRÁFICA 6
 INGRESO NACIONAL
 CARGOS FIJOS
 (miles de millones de dólares)



IMPUESTOS (TAXES)
 INTERÉS (INTEREST)
 RENTA (RENT)

GRÁFICA 7



DINERO EN CIRCULACIÓN (INVERSO) (MONEY IN CIRCULATION, INVERTED)

EXISTENCIAS DE ORO (GOLD STOCKS)

PRÉSTAMOS POR MEDIO DE INTERMEDIARIOS (BROKERS LOANS)

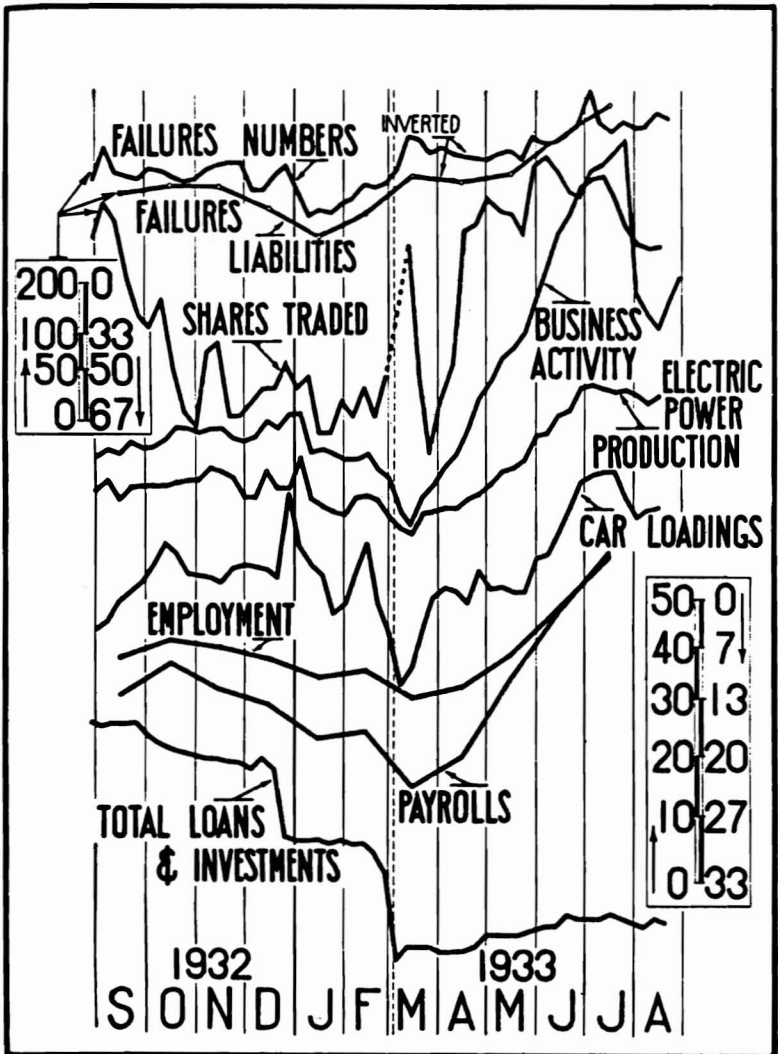
(ESCALA REDUCIDA, VÉASE LA GRÁFICA 8) (REDUCED SCALE SEE CHART 8)

TODAS LAS INDUSTRIAS (ALL INDUSTRIALS)

DEPÓSITOS DE DEMANDA NETA (NET DEMAND DEPOSITS)

TODAS LAS MERCANCÍAS (ALL COMMODITIES)

GRÁFICA 8



CANTIDADES INCUMPLIDAS (INVERSO) FAILURES NUMBERS (INVERTED)
 INCUMPLIMIENTO DE DEUDA (FAILURES LIABILITIES)
 ACCIONES COMERCIALIZADAS (SHARES TRADED)
 ACTIVIDAD ECONÓMICA (BUSINESS ACTIVITY)
 PRODUCCIÓN DE ENERGÍA ELÉCTRICA (ELECTRIC POWER PRODUCTION)
 SOBREPRESAS (CAR LOADINGS)
 EMPLEO (EMPLOYMENT)
 TOTAL DE PRÉSTAMOS (TOTAL LOANS)
 INVERSIONES (INVESTMENTS)
 NÓMINAS (PAYROLLS)