

**Bernácer Tormo, Germán, 1883-1965**

**Colección de crónicas del Boletín semanal : año  
1936 / Germán Bernácer Tormo.**

[Madrid] : Banco de España, Servicio de Estudios,  
1936.

Signatura: D 6460

La obra reproducida forma parte de la colección de la Biblioteca del Banco de España y ha sido escaneada dentro de su proyecto de digitalización

<http://www.bde.es/bde/es/secciones/servicios/Profesionales/Biblioteca/Biblioteca.html>

Aviso legal

*Se permite la utilización total o parcial de esta copia digital para fines sin ánimo de lucro siempre y cuando se cite la fuente*



97<sup>o</sup> 76.

D-6460

1936









D 6460

**Germán Bernácer Tormo**

=====

**COLECCION DE CRONICAS DEL BOLETIN SEMANAL**

**A Ñ O 1 9 3 6**

+++++

**BANCO DE ESPAÑA**

**Servicio de Estudios**

-----

German Research Forum

-----

COLECCION DE CRONICAS DEL BOLETIN SEMANAL

AÑO 1936

\*\*\*\*\*

BANCO DE ESPAÑA  
Servicio de Estudios

-----



## CRÓNICA SEMANAL.

No íbamos descaminados al suponer que el actual cambio aparente de política del Gobierno norteamericano respecto de la plata no había de ser definitivo. Recientes declaraciones oficiales aclaran la cuestión. El propósito de la suspensión de compras en Londres ha tenido por objeto facilitar a la China la realización de su reforma monetaria disminuyendo el margen que ofrecía a los contrabandistas de plata la gran diferencia entre el precio del mercado exterior y el precio oficial chino. Una vez que se consiga ese objetivo, y que la China encuentre una estabilidad monetaria, Norteamérica proseguirá su política argentista. Claro que esto será en una fecha suficientemente incierta por ahora para que ofrezca base a los especuladores no demasiado atrevidos. La especulación en la plata ha recibido algunos escarmientos bastante duros para ser más cauta en lo sucesivo.

Sin embargo, apenas conocidas estas noticias, el mercado de la plata se ha reafirmado, y hasta han experimentado una notable recuperación los precios, que habían llegado a caer no sólo a las cifras de antes de la fuerte subida experimentada en la primavera del año pasado, sino a tipos que, para volver a encontrarlos, se necesita retroceder al verano de 1934, antes de que los Estados Unidos emprendieran su política argentista.

Es de suponer, sin embargo, que Norteamérica, que es dueña absoluta del mercado, conseguirá mantener los tipos bajos que le convenga, hasta tanto que el embrollo monetario chino se resuelva.

Los Estados Unidos están interesados en que la China retenga sus actuales existencias de plata, pues su lanzamiento en el mercado, obligaría al Tesoro americano a absorberlas, dificultando



tando atrozmente su política de revalorización. Norteamérica ayudará, pues, indirectamente a la China a resolver su problema monetario, haciendo un compás de espera en su política de revalorización del metal blanco, en obsequio a que esa revalorización sea realizable en lo porvenir.

Una vez que los gobernantes chinos hayan logrado recoger en su Banco central, de reciente creación, la mayoría de los stocks de plata en el país, reemplazándolos por papel, aunque la plata suba de precio, ello ya no constituirá un conflicto monetario para el Gobierno de Nankin, puesto que no habrá posibilidad de agio. Los beneficios del agio serán para la Hacienda china, la cual podrá hacer la revaluación de los stocks y obtener así recursos nuevos en proporción de la cuantía de esos stocks y de los precios que la plata alcance, cuya diferencia dará nuevas posibilidades de incrementar la circulación.

Todo depende de que se logre acostumbrar al pueblo chino al uso de la moneda de papel en sustitución de la moneda de plata actual.

Servicio de Estudios.

- 3 ENE. 1936



## C R Ó N I C A   S E M A N A L .

La política de intervención económica de Roosevelt acaba de sufrir un nuevo fracaso legal. El Tribunal Supremo ha declarado la inconstitucionalidad de la ley de reconstrucción agraria, como antes había anulado legalmente también la F.R.A. o ley de reconstitución industrial. Por seis votos contra tres el alto Tribunal ha decidido que la A.A.A., como se llamaba abreviadamente a esta ley, excede los poderes delegados en el Gobierno federal, esto es, que las facultades del poder central no alcanzan a regular la producción, fijando tasas de precio, limitando la superficie cultivable y realizando las demás prácticas intervencionistas que el Gobierno del Presidente Roosevelt ha creído necesarias para efectuar desde arriba la reorganización económica del país.

Cualquiera que sea el juicio doctrinal que merezca la política rooseveltiana, y la opinión jurídica que sobre la cuestión legal se mantenga, no cabe duda que la abolición de la ley por el alto Tribunal de la nación viene en un momento oportuno.

El movimiento de recuperación económica parece firmemente iniciado en los Estados Unidos. Cabrá discutir la parte que las medidas artificiosas votadas por el Congreso a demanda del Presidente Roosevelt han tenido en esa recuperación, y la parte que ha cabido a la natural evolución de los acontecimientos económicos. Aun conociendo a las primeras un papel importante en el proceso, cabe también debatir si han sido las medidas monetarias, las sociales, las de intervención industrial o agrícola las que han tenido mayor intervención en decidir o acelerar el hecho favorable, pero apenas se puede dudar de que su momento útil había pasado. Los mismos agricultores a quienes con la ley ahora abolida se quería proteger - como antes los industriales con la F.R.A. - la encontraban molesta y opresiva. Ahora que



los precios mundiales han comenzado a elevarse, las limitaciones de cultivo, sobre todo, los parecen una rémora indeseable y ansiaban la libertad de plantar, y los industriales consumidores de primeras materias y los exportadores ven también en esa libertad la posibilidad de atenuar los precios y facilitar la salida y exportación de los productos.

Cualquiera que haya sido la eficacia real que esas leyes hayan tenido, su continuación hubiera acabado por desacreditarlas. Su abolición viene en el preciso momento en que la franca iniciación de un movimiento de auge en América permitirá siempre a los partidarios de la política del Presidente, reclamar para esa política una parte al menos del honor de haber iniciado ese favorable acontecimiento.

El efecto más importante de la declaración de inconstitucionalidad será el obligar al Tesoro público a restituir el impuesto especial que se había establecido para indemnizar a los cultivadores que limitaban su área de cultivo.

Este vendrá a agravar la situación presupuestaria que ya arrastra un gran déficit, pues las indemnizaciones estipuladas han sido pagadas o tendrán que serlo a los cultivadores que se sometieron a tales restricciones, bajo una ley votada por el Congreso y que ha tenido vigencia legal hasta que el Tribunal ha declarado que excedía los poderes delegados en los organismos federales.

La ley ahora abolida gozó de mayor popularidad que la H.R.A. que nunca había sido bien vista por los industriales y que tampoco gozaba de la simpatía de una gran parte de los sectores obreros ni menos del público consumidor; en cambio: a la Agricultural Adjustment Act se le atribuye haber desempeñado un papel decisivo en la restauración de la capacidad adquisitiva de la población agrícola cuya reducción se reconoce gene-



ralmente como una de las causas fundamentales del desequilibrio económico causante de la profunda crisis de que con tantas dificultades va saliendo Norteamérica.

Servicio de Estudios.

10 ENE. 1936



## C R Ó N I C A   S E M A N A L .

La abolición, por sentencia del Tribunal Supremo norteamericano, de la Agricultural Adjustment Act, de que nos ocupábamos en nuestra crónica pasada, ha sugerido durante los pasados días temores de una nueva devaluación voluntaria del dólar, suponiendo que era este el expediente que iba a emplear el Gobierno yankee para neutralizar los efectos que de esa abolición se pudieran derivar para el actual momento coyuntural en Norteamérica.

Ello ha determinado una cierta flojedad en la cotización del dólar, como consecuencia de la liquidación de posiciones en dólares. Por ahora, los temores se van desvaneciendo, y el dólar recupera su posición habitual favorable en el mercado de cambios.

Estos temores son un reflejo de la enorme desorientación que reina aún en los medios mejor enterados respecto a la política económica de los países en el orden monetario. No es fácil advertir la razón por la cual se supone que una nueva devaluación del dólar podría resultar impuesta, o al menos ser juzgada conveniente, por efecto de la desaparición de la ley de reajuste agrícola que si algún efecto beneficioso pudo esperarse de ella ya lo ha ejercido. En cambio, la devaluación del dólar que se operó hace casi tres años todavía no ha agotado sus efectos.

La fijación del dólar a un tipo aproximadamente un 40 % más bajo que el antiguo, hubiera debido suponer un alza de los precios interiores yankees del 67 %. Pues bien, los precios al por mayor no han subido en Norteamérica sino en un 25 % escasamente respecto al promedio de 1932, que fué el nivel más bajo alcanzado en los años pasados.



Cierto que nadie podía racionalmente esperar - fuera de algunos ingenuos economistas aferrados a muy simplistas concepciones monetarias - que los precios fueran a subir en la proporción en que la moneda se devaluase, siquiera no fuera más que por la razón sencilla de que el dólar se hallaba fuertemente sobrevaluado a la sazón de suspender el Presidente norteamericano el funcionamiento del patrón oro. Esta fué la razón de su política monetaria, y prueba bien que respondía a una realidad el que el dólar espontáneamente cayó inmediatamente en un 30 % y, mientras estuvo libre, se mantuvo con pocas fluctuaciones alrededor de este tipo, con una cotización respecto de la libra, que era superior a la paridad legal de ambas monedas.

La depreciación forzada que luego experimentó la moneda americana, al estabilizar al tipo de algo menos de 60 % del valor antiguo, fué ya un margen de depreciación artificial voluntariamente impuesto por los dirigentes de la política monetaria con fines coyunturales y con efectos, ya que no con fines, mercantiles, pues la subvaluación del dólar que así se creó, determinó un estímulo artificial para las exportaciones de los Estados Unidos, que realizaron un balance fuertemente favorable, el cual, no saldándose en préstamos exteriores, determinó la afluencia de oro que hemos presenciado, amén de las considerables cantidades de plata compradas por el Tesoro americano como consecuencia de la ley de compras de ese metal. Esto constituye también una prueba fehaciente de la subvaluación en que la devaluación situó al dólar.

La expansión de los precios americanos no ha venido como efecto directo de la devaluación; ha venido por dos influencias indirectas: primera, la afluencia de nuevos medios reales de pago (oro y plata) que, a través del mecanismo monetario y crediticio, engrosaban la circulación, añadiendo poder de compra al que ya existía; segunda, la inversión por la administración central del Gobierno de los Estados Unidos de grandes sumas



en obras públicas, cuyos recursos se extrajeron en una cierta parte del enorme beneficio de revaluación del oro, pero que en gran parte se han obtenido también mediante los empréstitos con que se ha cubierto el amplio déficit causado en el presupuesto por estos programas de obras para remediar el paro.

La primera influencia era un efecto indirecto de la devaluación, pero la segunda sólo en parte, en aquella parte que procedía del beneficio de revaluación, se podía considerar como repercusión de aquella medida. Realmente era un efecto de la inversión en obras de grandes sumas extraídas de los recursos públicos, que venían a incrementar la capacidad de demanda del país, inversión que hubiera podido verificarse igualmente sin la devaluación. En lo único que la devaluación intervino en esto fué, en que, como esas sumas tenían que proceder en definitiva del empréstito, (si no hubiera sido así, su influencia hubiera sido mucho menos marcada), sin la holgura que en el mercado del dinero vinieron a producir indirectamente los efectos de la devaluación, esa política de gastos hubiera resultado mucho más gravosa y difícil de llevar<sup>a</sup> cabo, porque habría elevado el coste del crédito con daño de la expansión de las empresas privadas, que había de ser el verdadero motor de la recuperación; los gastos públicos extraordinarios, por muy importantes que fueran, sólo podían desempeñar el papel del encendido.

No se ve, pues, hasta el momento actual, que Norteamérica haya agotado los efectos de la devaluación, de modo que el producir otra nueva no agregaría de momento gran cosa a los medios que la administración americana posee todavía de realizar una expansión de sus precios sin daño de su comercio de exportación, de modo que una nueva devaluación, aunque daría mayor estímulo a ese comercio, indudablemente, sería arbitraria - aunque no más que lo fué la devaluación a un tipo tan bajo como se hizo - y debe considerarse un temor prematuro por lo menos.



El momento de temer tal medida sería aquel en que pudiese comprobarse que la actual marcha ascendente de la economía americana, que por ahora sigue pujante, iba paralizándose. Entonces sería de creer que el Presidente Roosevelt, antes de ver detenerse el movimiento de recuperación que ha sido preocupación de toda su política desarrollar empleando en ello todos los medios, hiciese uso de su facultad de devaluar todavía el dólar en un 16 % de su valor actual.

Pero ese momento no se entrevé por ahora.

Servicio de Estudios.

17 ENE. 1936



## C R Ó N I C A   S E M A N A L .

La actual crisis política francesa puede tener en el orden económico las más importantes consecuencias, porque en el fondo de ella late todo el problema financiero y monetario con que se halla enfrentada la vecina nación desde hace ya varios años, problema que lejos de atenuarse con el encalmamiento y ligera reposición de los precios internacionales, va agravándose porque gravita todavía sobre la economía francesa el peso de un desequilibrio no liquidado a su tiempo y cuyos efectos acumulados perdurarán bastante tiempo.

No han bastado a saldar ese desequilibrio las repetidas sangrías de oro, porque la intervención económica ha tendido a evitar en lo posible la baja de precios que había de ser su consecuencia e impedido así el reajuste necesario. La salida de oro, y en general su retirada del Banco de Francia, han servido más bien para aumentar el atesoramiento y para fomentar una crisis financiera de terrible magnitud. Últimamente, un empréstito del Tesoro francés de 2.000 millones de francos al 5 % no se ha cubierto sino lentamente y con dificultad, no tanto por faltar los recursos privados como por rehuir la inversión los que existen, ante el temor de un porvenir político y monetario bastante incierto.

Pero son muchos miles de millones más los que la Tesorería francesa necesita procurarse en un plazo perentorio para atender al cuantioso déficit entre sus cobros y pagos y para hacer frente a los vencimientos de deuda flotante con que se han afrontado los déficits pasados. El punto neurálgico del desequilibrio de la economía francesa lo constituye la situación de su Hacienda pública.

Las emisiones industriales, aun de empresas muy solventes, se han de hacer en condiciones onerosas que equivalen a tipos de 8 % de interés, verdaderamente insoportables para una industria que se desarrolla en condiciones económicas precarias. En tales circunstancias es muy difícil que encuentre pasto la ansiada recu-



peración, indispensable para que estos males hallen remedio y se atenúe el malestar social que nace del paro y de la vida cara.

Todo esto crea una situación apurada que no hay manera hábil de resolver. Las economías presupuestarias han herido muchos intereses y han originado disgustos en la clase media, que ha venido a ser recogido por los partidos izquierdistas, sin que con ello se haya conseguido adelantar de un modo evidente en el problema del equilibrio presupuestario, que es todavía una incógnita que sólo la marcha futura de la recaudación puede despejar.

La idea de que al fin una devaluación, o alineamiento de la moneda si se prefiere, será necesaria, se abre camino. En este último tiempo la cuestión es objeto de abiertas discusiones en la Prensa técnica y el año que acaba de pasar ha marcado una notable evolución en este sentido. Pero todavía ningún partido la admite francamente, y entre los políticos de primera fila sólo M. Paul Reynaud, de matiz conservador, aboga francamente por ella.

Gran parte de la dificultad política del momento consiste probablemente en que, mientras todos los Jefes políticos reconocen íntimamente que la devaluación va a ser necesaria, no quieren afrontar la opinión del país, al que se ha estado imbuyendo durante muchos años la fe en la intangibilidad monetaria. Aunque reconozcan la fatalidad del problema, prefieren que sean otros los que aborden su solución.

Probablemente, por ese estado de espíritu, no será posible evitar la devaluación en el pánico que el Sr. Reynaud considera la peor de las soluciones. Evitar esto hubiera requerido que el problema se hubiera estudiado con todo desapasionamiento y, en lugar de poner sobre ello desde el principio el tabú de una operación nefanda y reprobable, se hubiera preparado al país para aceptarla con serenidad si las circunstancias la exigían. De este modo, habría sido posible una devaluación a la manera de Bélgica, donde no obstante la relativa tranquilidad con que se hizo, fué uno de los mayores



obstáculos el contener el pánico de quienes se habían formado una idea catastrófica de los efectos de la devaluación, juzgando por las predicaciones apasionadas de los antidevaluadores.

Si, como es probable, la solución de la crisis francesa representa un desplazamiento del poder hacia los partidos de la izquierda que propugnan una inflación de los gastos públicos como remedio para atenuar la crisis, el problema financiero se agudizará en términos insostenibles, tanto por la elevación de precios que aumentará el desajuste con los exteriores, como por el retraimiento del dinero a consecuencia de un Gobierno menos conservador. Por eso, aunque la devaluación no se halle inscrita en el programa de esos partidos se planteará en términos más perentorios.

Últimamente, se han fortalecido los rumores de un empréstito francés en Inglaterra. Los tipos bajos de interés en el mercado financiero inglés, en contraste con su carestía en el francés, parece hacer racional la operación que a un tiempo permitiría a la Tesorería de Francia saldar su déficit a más bajo coste y daría al balance de pagos de ese país durante algún tiempo contrapartida de divisas que evitara hemorragias de oro. Pero, aparte de las dificultades políticas que ello presenta en estos momentos y lo que heriría los sentimientos de los franceses, no constituye esto una solución, sino un aplazamiento del problema fundamental con probable agudización para lo futuro.

Servicio de Estudios.

24 ENE. 1936



Las nuevas grandes monedas fluctuantes plantean problemas nuevos, que para nosotros los españoles son ya - o deberían serlo - viejas cuestiones con las que estamos enfrentados hace más de 50 años. Claro que las cuestiones que suscita una gran moneda como la libra no son del mismo orden que las que plantea una moneda secundaria como la peseta, pero la diferencia es más cuantitativa que cualitativa.

Uno de los problemas que más llama la atención de los economistas, especialmente de los franceses, es que la depreciación de la libra no haya sido acompañada de un alza de los precios interiores: la escasa alza que los precios actuales en Inglaterra ofrecen respecto a los del año 1931 se ha verificado a tal distancia del abandono del patrón oro, que no puede atribuirse en modo alguno a influencia directa de la devaluación: no se puede interpretar sino como resultado de un proceso cíclico normal en cuya determinación la desvinculación entre la libra y el oro ha tenido naturalmente sus efectos iniciadores, y nada más.

Pero son muchos los economistas que, aferrados a las antiguas teorías cuantitativas, algo simplistas, no comprenden fácilmente que un proceso de depreciación exterior no vaya acompañado de un proceso de depreciación interior. La historia de algunas monedas variables de antiguo, como la peseta, nos enseña la gran independencia que existe entre ambas cosas y que no sólo la depreciación externa puede ir acompañada de la estabilidad interna, sino que la misma depreciación interna es compatible con la revalorización externa y viceversa.

Para explicar un hecho que les sorprende se idean diversas hipótesis, por ejemplo, la que aventura Jenny.

Sabido es que el sistema inglés de crédito difiere bastante del de los países continentales. Entre nosotros la crea-



ción del crédito se halla casi monopolizada por los Bancos centrales. Si hay, por ejemplo, una entrada de oro en el país y éste es recogido por el Banco de emisión, el hecho supone una emisión equivalente de billetes a la paridad legal, y una posible ampliación de crédito que, en la hipótesis de una garantía obligatoria de 40 %, representa vez y media la cantidad de oro ingresado. En Inglaterra, la cosa no es lo mismo: un aumento del encaje oro del Banco de Inglaterra produce una emisión de billetes de igual cantidad y nada más, pues la emisión fiduciaria tiene un máximo inelástico fijado por la ley.

Sin embargo, el conjunto del sistema crediticio inglés es mucho más elástico que el continental. Gracias al uso del cheque, los Bancos comerciales pueden montar, a base de esa moneda real emitida por el Banco de Inglaterra, una superestructura de medios de pago 5, 6, 7 veces mayor: todo depende de la proporción entre los pagos hechos por cheque y los pagos hechos en moneda real, relación no muy conocida, pero que es de este orden. La expansión se hace abriendo créditos los Bancos privados a los particulares hasta el límite que les consienten sus reservas dentro de las normas prudenciales y consuetudinarias de la banca inglesa. Salvo la mayor expansibilidad, el sistema no es distinto más que en la forma del continental: creación en ambos casos de una cierta suma de billetes que responden a un aumento real de la reserva, y creación de una cantidad adicional de medios de pago que no responden más que a un crédito concedido.

He aquí ahora escuetamente el razonamiento que demostraría cómo se ha conseguido evitar que las entradas de oro consiguientes al bajo cambio de la libra hayan empujado hacia arriba los precios, como debiera haber ocurrido fatalmente en condiciones normales, a juicio de los economistas a que antes hacíamos referencia. La clave del secreto estaría en el Fondo de Nivelación inglés. Cuando un millón de libras de oro ingre-



sa en el Banco de Inglaterra, ya hemos visto lo que pasa: que se crea un millón de libras de billetes y la Banca, si quiere y puede utilizar sus posibilidades de crédito, crea cinco, seis o siete millones más de cuentas de crédito comercial. ¿Será igual si el millón de libras de oro es adquirido por el Fondo de Regulación británico? No - dicen los partidarios de esta tesis, Ese oro es comprado mediante un crédito concedido por el Estado inglés a la Oficina administradora del Fondo: el oro es comprado en realidad mediante bonos emitidos, que llevan la garantía del Estado, iguales a todos los demás bonos de que el Tesoro inglés se sirve para regular su servicio de Tesorería. Esos bonos pueden ser descontados en la banca inglesa, pero su posibilidad de expansión termina ahí. Si la banca tiene disponibilidades suficientes, se limita a utilizarlas y a recoger los bonos en descuento por el crédito que abre. Si la banca no tuviera disponibilidades, dentro de las normas de prudencia que se impone, redescuenta parte de sus bonos en el Banco de Inglaterra para procurarse la cantidad de efectivo necesaria para mantener la debida proporción entre su volumen de crédito concedido y su encaje, proporción que será siempre de una fracción del crédito concedido y, por consiguiente, de una parte alícuota,  $1/5$ ,  $1/6$ ,  $1/7$ , del millón de libras descontado cerca de la banca.

Gracias a esto, el Fondo de Regulación inglés ha logrado realizar - si atendemos a los antedichos preopinantes - una esterilización del oro, y esa esterilización ha sido la causa de que los precios no subieran como hubieran debido subir.

El razonamiento parece impecable, pero los contradictores de esta tesis presienten que en este razonamiento hay un sofisma y que los efectos de una afluencia de oro, en virtud de saldos favorables del balance de pagos, no deben ser muy diferentes, venga ese oro a manos del Banco de Inglaterra o del Fondo de Nivelación de Cambios.



La cuestión es por demás interesante, tanto en el orden teórico como en las consecuencias prácticas que de ello pueden derivar. Por hoy nos limitamos a exponer la tesis, dejando para otro día el discutirla, cosa que requiere bastante espacio.

Servicio de Estudios.

31 ENE. 1936



## CRÓNICA SEMANAL.

Comentábamos en nuestra crónica precedente la hipótesis que aducen algunos economistas para explicar cómo la adquisición de oro por el Fondo inglés de regulación de cambios no ha producido alza de los precios, como hubiera pasado, a su juicio, si la absorción de ese oro entrado en la Gran Bretaña hubiera sido realizada por la reserva del Banco de Inglaterra.

Prescindíamos en la exposición de esa tesis - mejor dicho, prescinden sus propugnadores - de las demás formas de aumentar la circulación de billetes, por ejemplo, el aumento de los descuentos o de la cartera de fondos públicos cuando lo permite la emisión fiduciaria autorizada; prescinden, porque en rigor su razonamiento no se dirige sino a aquellos aumentos de circulación que proceden directamente de la entrada de oro y de la repercusión inmediata que ello puede ejercer en el medio de pago cuantitativamente más importante del país: el dinero creado por la banca en virtud del cheque y de la cuenta corriente de crédito. Pero en rigor no se puede prescindir de ninguna repercusión que la entrada de oro pueda tener en el conjunto del mecanismo fiduciario. La ampliación de la circulación fiduciaria, de cualquier modo que se realice, no tendrá acaso más, pero tampoco menos influencia que la creación de dinero por la Banca. (1)

Hecha esta observación preliminar, hagamos notar que

---

(1) De aquí que la diferencia de mecanismo entre el sistema inglés, que aumenta los medios de pago sin elevar la circulación fiduciaria, y el sistema continental, que se vale principalmente de la emisión para aumentar los medios de pago crediticios del país, no hagan variar esencialmente la calidad del problema.



la falla fundamental de esta teoría consiste a nuestro juicio en que prescinde de las causas que motivan la entrada del oro, sin lo cual es imposible estimar las repercusiones reales que haya de tener en el mecanismo monetario y crediticio del país.

Una entrada de oro puede obedecer a dos causas generales:

- 1ª.- Una entrada de capitales (no compensada, naturalmente, por un saldo pasivo de la balanza comercial y de servicios).
- 2ª.- Un saldo activo de la balanza comercial o de servicios (no compensada por una exportación de capital).

Consideremos el primer caso. Una entrada de capital promueve una entrada equivalente de oro, y ese oro es recogido por el Banco de Inglaterra emitiendo la cantidad correspondiente de billetes, los cuales van a parar naturalmente a los tenedores del capital importado. Según el destino que ellos den a esos billetes, es decir, a su capital, así se desenvolverán las repercusiones correspondientes.

Supongamos que se trata de uno de esos capitales hoy tan corrientes que quedan flotantes en el mercado financiero sin darles ningún empleo más que su depósito en banca o a lo sumo se emplean en comprar valores en Bolsa. Tanto en un caso como en otro es un dinero que no se necesita moverlo de la banca, en el primer caso porque no entra en transacción alguna; en el segundo, porque se trata de las transacciones más típicas para ser hechas por cheque, ya que quien reciba ese dinero por venta de títulos es otro capitalista que lo único que necesita es tener ese dinero a disposición en banca para otra operación semejante.

Pues bien, supongamos para mayor sencillez que los propietarios de esos capitales, o sus tenedores delegados hacen el depósito en el propio Banco de Inglaterra. Entregarán sus billetes, los cuales, ipso facto, vuelven a ingresar en el Banco emisor y disminuyen de hecho la emisión fiduciaria. He aquí una entrada de oro que, aunque virtualmente suponga una emisión de billetes, no implica su circulación de hecho. Su contrapartida está



en una cuenta corriente acreedora, cuenta corriente que no tiene ningún movimiento especulativo, que para nada afecta a los artículos de consumo o uso, es decir, a aquellos que componen los índices de precios.

Tampoco la cosa varía si el depósito, en lugar de constituirse en el propio Banco de Inglaterra, se hace en la Banca privada, puesto que ésta regula por sus depósitos totales, sean reales o de crédito, su numerario en caja, calculándolo en un porcentaje bastante bajo. Un depósito real de la naturaleza del que suponemos, aumentará de pronto el encaje de la Banca en una cantidad igual a su magnitud, pero seguidamente el banco afectado procurará elevar sus depósitos ficticios o de crédito en consonancia y, si no puede hacerlo porque no encuentre demanda de crédito - y desde luego de la simple operación de la entrada de capital acompañada de otra de oro no surge en absoluto ningún motivo nuevo de demanda de crédito - lo que hará será disminuir sus redescuentos, sus créditos, sus demandas de numerario en suma cerca del Banco central, con lo cual disminuirá su encaje para conservarlo en su porcentaje habitual. Aún se podrá argüir que, si ese porcentaje es del 10 % por ejemplo, aquel depósito obligará a un aumento del encaje del 10 % del depósito y, por consiguiente, a un aumento en la circulación de 10 % de los capitales que entren en estas condiciones, pero es fácil ver que aun en este caso el efecto circulatorio de ese 10 % de encaje real es nulo por la nula movilidad del depósito o por su movilidad puramente especulativa, que no da lugar a ninguna demanda de numerario efectivo al Banco.

Otra cosa será si a ese capital se le da por sus poseedores una inversión real, queremos significar que por ejemplo se emplee en crear una industria, en hacer construir casas de nueva planta o en fines parecidos. Todavía en ese caso el capital comenzará por constituir un depósito en banca, sólo que ese depósito ya no estará inmovilizado ni entrará en operaciones de pura especulación, en el sentido de que sea percibido por



otros capitalistas que se limiten a comprar otros valores y así sucesivamente, sino que tiene que girarse contra ese depósito para pagar salarios o para pagar materiales cuyos productores que los cobran en cheque necesitarán a su vez girar sobre sus cuentas respectivas para pagar a sus auxiliares y operarios y, de este modo, toda la suma que el capital represente es monopolizada en retribuciones diversas; y como los perceptores de salarios y retribuciones suelen cobrar en dinero contante y no en cheque y, aunque lo hicieran, por lo regular necesitan realizar su cheque en efectivo para sus pequeñas compras y pagos de proveedores, resulta en definitiva que un capital así invertido supone la movilización de una suma de billetes sensiblemente igual a su importe. Estamos en el caso opuesto del anterior.

Pero, aún hay más. La inversión de esa suma en salarios y retribuciones dentro de un cierto plazo, supone una suma de transacciones originadas por todo el mecanismo industrial y comercial puesto en movimiento por esa inversión muy superior al importe real de la inversión. Baste considerar que cualquier producción, en el espacio de tiempo necesario para que se inicie, se cumpla y sus productos lleguen al consumidor, representa la producción y venta de la primera materia, a veces pasando por varias manos, la transformación y venta en estado intermedio del producto, la terminación y venta al por mayor y al por menor del producto acabado, con todas las operaciones auxiliares de documentos de giro y crédito originados que a su vez son objeto de transacciones. No es exagerado suponer que la producción y venta de un producto da origen a una serie de operaciones que representan en promedio 10 veces su valor, de modo que la inversión real de un capital de un millón supone 10 millones de transacciones; esos nueve millones de transacciones auxiliares son las que pueden hacerse fácilmente por el mecanismo del cheque y del crédito bancario en general, es decir, utilizando medios de pago creados por la banca, en tanto que las



operaciones fundamentales, y que en definitiva se concretan en pago en remuneraciones a los colaboradores de la producción y el cambio, requieren por lo general el uso de moneda material.

He aquí, pues, que, según el destino que a un capital importado se dé, podrá no producir prácticamente ningún aumento de circulación real ni ficticia, o podrá producir un aumento de circulación real igual a su importe y generar una demanda de medios de pago bancarios, es decir, de crédito, muy superior al suyo.

¿Y si el oro representativo de ese capital importado, en lugar de ir al Banco de Inglaterra va a parar al Fondo de Regulación de Cambios, que es la cuestión que debatimos?

Pues, el titular de ese capital que recibe virtualmente bonos del Tesoro podrá hacer los dos usos que vemos de su capital. O tenerlo inactivo, para lo cual no necesita ni siquiera negociar esos bonos que ya constituyen una inversión rentable de capital, o, si desea darle otra inversión de renta, puede negociarlos en banca, lo cual promoverá la creación de un depósito de crédito que, si se emplea especulativamente, no engendrará ninguna demanda de moneda ni real ni bancaria, y si se le da una inversión real, aumentará las demandas a la banca, tanto de dinero efectivo que ésta se procurará cerca del Banco central, como de dinero bancario por descuento de los efectos comerciales surgidos de las operaciones reales engendradas y que motivarán la creación de los correspondientes depósitos de crédito.

De suerte que los efectos reales en la circulación no serán muy distintos si el oro<sup>es</sup> absorbido por el Banco de emisión que si lo es por un fondo regulador. La verdadera diferencia depende de que el capital que ha motivado el aumento del oro reciba una u otra aplicación.

Nos queda por examinar el segundo caso. Aquel en que el



oro proceda de un saldo activo del balance comercial y de servicios. En tal caso, ese oro es el precio de una cierta suma de artículos y de servicios en excedente y constituye virtualmente la moneda con que se pagan que en definitiva ha de servir para retribuir a los prestadores de esos servicios y a los productores de aquellos artículos. Según el uso que los perceptores últimos de esas remuneraciones hagan del dinero que reciban así promoverá efectos circulatorios y por ende monetarios, diferentes. Como lo usual es que esas remuneraciones sirvan principalmente para satisfacer necesidades de consumo, lo regular es que promuevan una movilización de moneda real del mismo orden que la entrada de oro y el correspondiente movimiento en medios de pago crediticios por la acción coyuntural animadora que un balance comercial favorable liquidado en oro suele ejercer.

Y la cosa no será distinta porque el oro vaya directamente al Banco o al Fondo regulador, porque en este último caso los efectos que el Fondo da en cambio tendrán que ser negociados en la banca para procurarse los medios de pago reales que la circulación exigirá en semejante caso.

Servicio de Estudios.

- 7 FEB. 1936



## C R Ó N I C A   S E M A N A L .

---

Van confirmándose los rumores de un empréstito francés en el mercado de Londres, que incidentalmente comentábamos hace unas semanas.

Ya entonces decíamos que semejante empréstito ofrece circunstancias técnicas que parecen aconsejarlo. La tendencia persistente a las hemorragias de oro de la reserva francesa, los altos tipos de interés que reinan en Francia en contraste con el bajo precio del dinero en la Gran Bretaña y el grado de saturación que acusa el mercado francés para las emisiones públicas puesto de relieve por la reciente emisión de 2.000 millones de francos en Deuda pública. Este último dato presenta el empréstito exterior no ya como una solución conveniente, sino como la única solución.

La mayor dificultad parece que ha de proceder de la cuestión de garantías, sobre todo de garantías contra pérdidas de cambio. La banca inglesa exigirá probablemente que la operación se contrate en libras para guarecerse contra la posible devaluación del franco. Esto de que una moneda papel parezca de mayores garantías que una moneda oro y la moneda oro que aparece respaldada por una reserva de tal magnitud como la del Banco de Francia, indica ya cuán falseados se hallan en el mundo los principios básicos de las teorías monetarias clásicas.

Con todo, hay todavía un síntoma peor, y es que los propios franceses hayan perdido la confianza en su moneda; no de otro modo cabe interpretar esa reluctancia del capital francés a aportar sus ahorros a las Cajas del Estado. Teme una devaluación. La campaña apasionada de los antidevaluacionistas se ha mostrado un arma de doble filo. Encareciendo en demasía y pre-



sentando como fatales los efectos de una devaluación, han logrado ciertamente el efecto político de que la opinión pública la rechazara unánimemente, pero al mismo tiempo han hecho que, ante todo peligro de que la devaluación sobrevenga a pesar de todo, las clases capitalistas reaccionen exageradamente con una desconfianza excesiva, con lo cual el peligro puede precipitarse.

El tener que acudir a pedir dinero a Inglaterra, la nación que inició el derrumbe de las monedas, resulta algo humillante para los franceses que se habían forjado la idea de que su enorme reserva áurea les aseguraba una potencialidad financiera indiscutible. No deja de ser algo paradójico que un país que posee tal tesoro acumulado necesite el auxilio de un país mucho menos pertrechado en ese aspecto, pero es que quien posee en Francia ese tesoro es el Banco de emisión y quien está necesitado de ayudas financieras es el erario francés. Puesto que el ahorro privado no se apresta a dar esa ayuda, la única solución para no tener que acudir fuera de casa sería que, más o menos indirectamente, fueran los recursos del Banco de emisión los que la suministraran. Mas esto, hágase como se quiera, es la inflación, y el Banco de Francia, celoso guardador de las normas clásicas, no quiere que de ningún modo se dé pretexto a ello. Sería el peor modo de llegar a la depreciación de la moneda, a la pérdida del oro, y el más seguro de volver a los tiempos anteriores a la estabilización.

El caso es que tampoco ve con buenos ojos el empréstito exterior, y se explica. El empréstito exterior constituirá por de pronto una nueva carga para el balance de pagos de Francia por el pago de intereses. De momento será un medio de evitar nuevas hemorragias de oro, puesto que permitirá saldar, gracias a las divisas del empréstito, los déficits de su balance bancario en el exterior, ya procedan de déficits de su balance comercial y de servicios, ya de salidas de capital. A la larga es una hipoteca sobre el oro en poder del Banco.



Y todavía encierra otro peligro, y es que, si sobreviniera una caída del franco mientras la deuda se halle pendiente, puesto que el empréstito se contratará en libras, el reintegro resultaría sumamente oneroso, por cuanto las libras para reintegrarlo habría que comprarlas con un recargo importante respecto a como se vendieron.

En verdad el empréstito exterior no puede ser más que un expediente transitorio, provisional y pasajero. Ofrece un respiro para que el problema de fondo se pueda resolver en el interín, pero con una interinidad muy breve, sin la cual el problema lo que hace es agravarse para el futuro. Según la expresión vulgar representa pan para hoy y hambre para mañana.

Ahora bien, ¿el problema de fondo lleva trazas de arreglarse en un plazo corto? El problema de fondo en la situación económica francesa es la sobrevaluación del franco. Hay desde luego un factor que tiende a solucionar espontáneamente ese problema. Ese factor es que la caída de los precios internacionales se ha detenido y que últimamente tiende a reaccionar en alza. Si esta alza prosiguiera firmemente, el franco podría quedar en paridad con las demás monedas y aun adquirir alguna ventaja que favorecería la reposición interior. Desgraciadamente, este proceso de alza no es muy firme y constante; tropieza con demasiados obstáculos acumulados por las múltiples dificultades que se oponen al libre desarrollo de las corrientes comerciales y todo hace suponer que será lento e interrumpido con frecuencia. Por otra parte, los precios franceses han dejado de bajar. El proceso de deflación que nunca ha jugado muy libremente, a causa de las intervenciones estatales con fines coyunturales, se ha interrumpido por completo, de modo que el alza de los precios franceses neutraliza al menos en parte el alza de los internacionales.

Además, Francia necesitará liquidar los efectos acumu-



lados de varios años de marcha a contrapelo, que ha causado grandes desequilibrios en su economía interna y ha dañado considerablemente a sus industrias, especialmente a sus industrias de exportación.

Todo esto hace por lo menos muy dudoso que el compás de espera que a Francia ofrece un fuerte empréstito exterior pueda resultar suficiente para que, entre tanto, las circunstancias ayuden a resolver un problema que hasta ahora no hace más que agravarse.

Servicio de Estudios.

14 FEB. 1936



El empréstito francés en Inglaterra es cosa acordada. El Gobierno inglés lo ha autorizado, sin tomar más parte en ello al parecer, y el préstamo ha sido convenido con un consorcio bancario que capitanea la casa Lazard Brothers. Según las declaraciones del ministro de Hacienda francés, el préstamo convenido por tres meses y renovable por dos veces se ha hecho al 3% y bajo la exclusiva garantía de la firma del Gobierno francés, con gran estupor de la Prensa financiera inglesa que consideraba la garantía del Banco de Francia como la única adecuada ante el temor de que, llegado el vencimiento, las crecientes dificultades financieras del Gobierno francés, conviertan el importante préstamo de 40 millones de libras (3.000 millones de francos, importe que puede variar según el cambio de la libra, que es la moneda en que se ha contraído la obligación) en un crédito congelado más. No se sabe en qué forma será movilizada o transferida esa importante suma que, dado el objeto para que se destina, ha de ser invertida en Francia. Dos soluciones caben en general. 1ª solución. Que el Gobierno francés la conserve en Londres y la emplee en ir saldando los posibles y probables déficits de su balance de pagos, con lo cual la suma se iría transfiriendo a medida de esos déficits, sin causar perturbaciones en el mercado de cambios: al contrario, este fondo vendría a reemplazar temporalmente al Fondo de Regulación inglés que tiene que intervenir de vez en cuando en el sostenimiento del franco, comprando francos que luego convierte en oro en el Banco de Francia. El fondo de libras del Gobierno francés realizaría, mientras durara, la misma función, pero sin la segunda parte de la salida de oro del Banco de Francia, porque el Gobierno francés emplearía los francos obtenidos en cubrir sus necesidades interiores de Tesorería.

2ª solución: Que el Gobierno francés compre oro en el mercado inglés con las libras del préstamo y lo lleve al Banco de Francia, obteniendo de éste los francos correspondientes, que uti-



lice en sus necesidades de Tesorería. En este último caso habría de momento una acción deprimente sobre la cotización de la libra, que obligaría al Fondo de Regulación inglés a intervenir dando oro para sostener el cambio, y las reservas oro del Banco de Francia tendrían un aumento, aunque luego la necesidad de liquidar los probables saldos contrarios de su balance de pagos (por déficits del balance comercial o por salidas de capital) y de hacer el reintegro del préstamo al llegar el vencimiento produjesen a la larga el efecto contrario, probablemente con creces.

Los efectos definitivos vienen a ser los mismos. Las conversaciones habidas entre representantes del Banco de Inglaterra y del de Francia autorizan a pensar que, aparte de alguna seguridad moral ofrecida por el Banco de Francia, deben haber intervenido al margen de la operación acuerdos entre ambos Bancos para que la transferencia en un caso y en otro (al hacer el préstamo y a su reintegro) se verifique con la menor perturbación posible para el mercado de cambios.

Es indudable que la operación ofrece a Francia un respiro en condiciones óptimas. El interés es módico y bastante inferior al que un empréstito a corto plazo en el mercado interior de Francia hubiera requerido. Pero también es indudable que no contribuye en lo más mínimo a resolver la cuestión de fondo que en el orden financiero tiene planteada la vecina nación.

¿En los nueve meses futuros se realizarán las esperanzas de los más optimistas de que las entradas y salidas del Tesoro francés se equilibren o al menos disminuyan tanto que no resulten una carga excesiva para el mercado financiero de París. Ello depende de que la tan conocida recuperación de la economía francesa se inicie, cosa que no parece muy probable en las condiciones actuales.

¿Y ese mercado recobrará en todo caso la suficiente



holgura para financiar los atrasos que aun en la mejor coyuntura ha de tener la Hacienda pública? Para eso es menester que los capitalistas franceses recobren la confianza que ellos mismos parecen haber perdido en el porvenir inmediato de su propia economía y de las finanzas públicas de su país. También esto pende principalmente de que haya en ese intervalo una inversión radical de la tendencia coyuntural en Francia, inversión que parece difícil, de no provocarla a la manera como lo ha hecho van Zeeland en Bélgica.

Servicio de Estudios.

21 FEB. 1936



## C R Ó N I C A   S E M A N A L .

En otro lugar de este informe transcribimos sumariamente un largo artículo de Roger Auboin que muestra cómo va abriéndose camino entre los economistas franceses la idea de que existe una desarticulación en el valor del franco, y que esa desarticulación no podrá resolverse más que mediante una devaluación. En el dilema teórico que se plantea cuando una moneda se encuentra sobrevaluada, la deflación o, como dice Auboin, la adaptación directa ha fracasado, ha sido insuficiente, incompleta, inadecuada, porque la natural resistencia a los daños de la deflación y una incompre<sup>h</sup>ensión de la mecánica monetaria en relación con el conjunto de la dinámica económica, han hecho que todas las medidas de carácter gubernamental tuvieran por resultado oponerse a la necesaria baja de precios y de costes.

Sin embargo, hay que observar en esto - y alguna vez lo hemos hecho notar en estos comentarios semanales - que, aunque en principio aparezcan deflación y devaluación como los dos términos de un dilema, prácticamente las medidas que la aplicación de la deflación exige no son incompatibles con la devaluación. En el grado de desarticulación a que actualmente han llegado las monedas vinculadas al oro ni deflación ni devaluación aisladamente bastan; ambas son necesarias a la vez y concordemente.

Teóricamente, si la deflación no tuviera límites de posibilidad práctica, si fuera lo mismo lograr reducir en un tercio que en una mitad los precios de coste, si el presupuesto de un país se pudiera cortar repentinamente por la mitad, si los salarios y las ventas se pudieran mermar en un 20 igual que en un 40 %, la deflación podría ser por sí misma un procedimiento suficiente. Prácticamente, como en todo



esto se tropieza pronto con límites infranqueables humanamente, no hay opción. Se puede admitir la deflación en ciertos límites y nada más. Eso suponiendo que las circunstancias sean propicias a las reducciones, pues dada la tendencia al despilfarro administrativo, al aumento de gastos en todos los sectores, pero especialmente en el de defensa y en el social, no se puede poner gran confianza en reducciones presupuestarias importantes; es mayor el peligro de los aumentos, sobre todo si la depresión no cede. Y otro tanto cabe decir en cuanto a la reducción en las retribuciones: todo el mundo las querría, pero sólo en las de los demás. Tal parece ser la situación en la vecina República.

Ya que no del lado de las retribuciones nominales y efectivas, cabría que por una mejor organización y disciplina de la producción se lograra un aumento de eficacia que prácticamente redujese los costes. Pero tampoco por este lado se descubren actualmente grandes perspectivas. Además, lo que pudiera hacerse en este sentido es obra lenta y que requeriría circunstancias favorables de paz y de quietud. Y el problema de la moneda es algo demasiado apremiante para que pueda esperar ese lento reajuste que no sabemos en cuántos años podría cumplirse. Entre tanto, la depresión continuaría sus estragos y aumentaría el volumen de todos los problemas.

El reajuste necesario requiere una solución inmediata, inmediata y acaso no definitiva, porque las circunstancias actuales son de tal inestabilidad que no sabemos si el reajuste hecho hoy será el que convenga mañana. De ahí la repugnancia de Inglaterra a estabilizar y de los Estados Unidos a renunciar a todo margen de mayor devaluación. Inglaterra está reivindicando hoy el sistema de cambio variable que tanto tiempo ha tenido España con grave censura de los economistas extranjeros y de los propios.

Pero un reajuste monetario por devaluación, que



suponga el abandono de los métodos de buen orden que exigen la compresión o por lo menos la contención de gastos, que no procure recortar en lo posible o por lo menos evite el desbordamiento de las rentas individuales, que no cuide de la buena organización de la industria y del comercio desde el punto de vista de la máxima economía, llevaría fatalmente a que el problema de la devaluación se plantease a poco de nuevo, y sería caer en una depreciación sin límites de los signos monetarios.

La devaluación sin deflación es probablemente la inflación irreprimible que los antidevaluacionistas tanto temen, aleccionados por las experiencias de la postguerra. La deflación sin devaluación, la prosecución de la crisis económica sin término previsible. En cuanto al lema: "ni deflación ni devaluación" - viene a decir Roger Auboin - es una simpleza y un absurdo.

Todo hace suponer que este problema va a plantearse en el país vecino durante el presente año en términos inaplazables. El reciente préstamo en Londres no ofrece más que un respiro que permitirá aplazar la cuestión hasta después de las elecciones parlamentarias, pero una vez realizadas éstas, el problema se presentará en todo su apremio y habrá que resolverlo, a pesar de la repugnancia a abordarlo de los políticos franceses, que tropiezan con una opinión pública recalcitrante en cuanto al mantenimiento del valor de la moneda y cuyo miedo a la devaluación se ha procurado fomentar por todos los medios, mientras se la adormecía en la confianza de que su elevada reserva oro garantizaba al franco contra todo riesgo.

Servicio de Estudios.

28 FEB. 1936



## CRÓNICA SEMANAL.

Van llegando las informaciones estadísticas que resumen los resultados económicos del año 1935 y que vienen a confirmar los del año anterior: un avance poco importante pero firme en los países del bloque libra, prolongación de la depresión en los países del bloque oro y una situación algo vacilante, después del primer movimiento franco de recuperación, en los países que devaluaron estabilizando inmediatamente o poco después, y en los países de la Europa central.

En conjunto, sin embargo, hay avance, aunque poco importante en la producción global del mundo y reducción del paro, pero el reparto de esta mejora es muy irregular.

La depresión actual se muestra sumamente reacia desde el primer momento, lo cual se explica en parte por la dureza de la crisis que venía precedida desde la postguerra de una tónica general depresiva en la actividad económica. Pero el obstáculo más importante que parece oponerse a que la recuperación, ya francamente iniciada en el mundo en general, se desarrolle con la rapidez y el ritmo acelerado de otras veces, es la dificultad que encuentra el comercio internacional para expansionarse, condición necesaria al desarrollo de las industrias de mayor eficacia y rendimiento y a la elevación del nivel de vida de los grandes países al tipo normal en relación con los progresos técnicos realizados durante estos últimos años.

En ninguna crisis se ha llegado a crear tantos impedimentos y restricciones a la libre circulación de las mercancías y los capitales, y es imposible que los mercados interiores puedan suplir al estrechamiento de los mercados exteriores. En todo caso esta adaptación tendría que ser a expensas de diversi-



ficar y reducir el volumen de las industrias como resultado de su nacionalización y por consiguiente a expensas de reducir los rendimientos productivos del trabajo.

Para un país del gran volumen territorial y sobre todo económico de los Estados Unidos de Norteamérica ello no ofrece tantos inconvenientes como para Europa dividida en pequeños Estados, especialmente después de la última guerra, que se empeñan en nacionalizar cada día más su economía.

Lo peor es que el mal no presenta trazas de mejorar. Sólo un movimiento de franco auge haría que las naciones pensarán menos en la necesidad de su defensa comercial e industrial; pero, para que eso fuese posible, sería menester que, recíprocamente, se facilitaran los intercambios.

Es uno de tantos círculos viciosos en que se mueven muchas veces los acontecimientos económicos y que entorpecen su marcha en sentido progresivo.

Servicio de Estudios.

6 MAR. 1936



## C R Ó N I C A      S E M A N A L.

En el cúmulo de preocupaciones que la política internacional causa estos días, ha pasado un poco desapercibida la reforma bancaria italiana de que damos cuenta en otro lugar.

Va completando esa reforma el plan fascista de someter la economía toda al control del Estado y, naturalmente, en esta obra el mecanismo bancario constituye un resorte capital, puesto que es innegablemente uno de los reguladores básicos de la actividad económica, de modo que todas las tendencias intervencionistas, hoy tan en boga, tienden ante todo a asegurarse el más completo dominio de este instrumento que, aparte de regular la vida económica toda, tiene un papel importante en la vida administrativa del Estado, dado el estado de penuria fiscal en que viven actualmente las naciones y máxime las naciones en que la acción del Estado se ha extendido exageradamente, y no digamos si esos Estados se hallan en la necesidad de financiar una guerra costosa.

A causa de eso se ha atribuído por muchos la última reorganización bancaria italiana a las necesidades apremiantes de financiar la guerra con Abisinia y de resistir a las sanciones económicas.

Sin negar que ello haya contribuído a adelantar el proceso, no debe desconocerse que constituye una etapa del plan que viene desenvolviéndose desde mucho antes y que tiende a estatificar el crédito y al mismo tiempo a ordenarlo.

La principal característica de la última reforma es convertir al Banco de Italia en un verdadero Banco central o Banco de Bancos, al estilo de los Bancos anglosajones, aunque con carácter más riguroso y formal.



No se poseen todavía los detalles de las leyes que implantan el nuevo régimen, pero según los informes que se tienen, se establece la prohibición de que el Banco de Italia trabaje con la clientela privada, salvo en casos excepcionales, confinándose su actividad a conceder préstamos sobre valores públicos o garantizados por el Estado y a redescantar efectos de los Bancos comerciales; es de suponer que también a favorecer las emisiones públicas en combinación con los demás Bancos y a la financiación de la industria, que ya estaba en manos del Instituto de Reconstrucciones Industriales y que ahora pasará con carácter más amplio al Instituto Mobiliare Italiano encargado de toda la labor de emisión de valores mobiliarios, al cual competirá todo lo relativo a la concesión de crédito a largo plazo y a plazo medio, en tanto que el crédito a corto plazo queda a cargo de la Banca comercial, a cuyos grandes representantes se les da el carácter de Bancos oficiales.

En cuanto a los accionistas del Banco de Italia son expropiados pagándoseles 1.300 liras por acción de 1.000 liras, de las cuales 600 (') representaban el capital desembolsado. Estas acciones, que quedan sustraídas al mercado, no pasan sin embargo a poder del Estado, sino a la cartera de los grandes Bancos oficiales, de los Bancos de ahorro, instituciones de crédito y de seguro, todos los cuales tienen un carácter más o menos oficial, de modo que la fiscalización del Estado sobre el Banco queda completamente asegurada.

En el difícil período que Italia atraviesa en el orden económico y financiero, y que sin duda se agudizará en la liquidación de la guerra, y en la reorganización del país sobre bases autárquicas, que es una de las tendencias de su actual

---

(') Debe haber otras ventajas que se les conceden y que todavía desconocemos por cuanto según los últimos informes que nos llegan, las acciones que se cotizaban a 1.500 liras han dado un salto a 1.700, esto es, muy por encima del valor oficial que se les asigna.



régimen, todo este mecanismo bancario habrá de desempeñar un gran papel y tendrá una ocasión singular de acreditar su eficacia o ineficacia.

Servicio de Estudios.

13 MAR. 1936



## CRÓNICA SEMANAL.

Vuelve a circular con mucha insistencia por la Prensa financiera de Europa, especialmente por la francesa, el rumor de una próxima devaluación del marco.

De hecho, el marco se halla devaluado hace ya mucho tiempo, a través de las múltiples formas en que ha venido a disociarse para los efectos de las relaciones exteriores. Esta ha sido la consecuencia natural de haberlo mantenido a un tipo completamente artificial y que había necesariamente de resultar ficticio, ficticio a causa de que a ese tipo, mantenido rigurosamente, el balance de pagos de Alemania no podía equilibrarse, de donde ha resultado la necesidad de bloquear los créditos extranjeros una vez que las reservas oro y de divisas se hallaban prácticamente agotadas.

Pero el bloqueo de los créditos de que tanto ha abusado Alemania, ha repercutido fatalmente en su crédito exterior y, a pesar de haber concentrado todas sus disponibilidades de divisas en el pago de los aprovisionamientos indispensables de primeras materias y subsistencias, ese aprovisionamiento es manifiestamente insuficiente.

No obstante pagarse una gran parte de la exportación y sobre todo de los gastos del turismo extranjero en Alemania con moneda depreciada, las mercancías hallan gran dificultad para colocarse en los mercados extranjeros, a causa del alto precio a que resultan computadas al tipo oficial de cambio, así es que si Alemania consigue aumentar su exportación es gracias a ofrecerle fuertes primas o importantes exenciones, de lo cual resulta que en realidad Alemania no obtiene de su exportación el fruto normal que corresponde a los productos exportados según el coste que tienen en su mercado. En una palabra: Alemania vende



con pérdida.

Aunque esto sea un dumping en su sentido riguroso, en verdad Alemania no hace con ello más que tratar de neutralizar el handicap que para sus exportadores constituye la sobrevaluación de su moneda. De todos modos, resulta que los productores para la exportación cobran, en jornales, beneficios, etc. más que el precio que se puede obtener por los productos exportados: la diferencia tiene que pesar en forma de tributo sobre la producción para el consumo interior. Esto aumenta el coste general de la producción y eleva los precios y el coste de la vida, estableciendo cada día una mayor disparidad entre los precios alemanes y los extranjeros, con lo que se crea una mayor desvaloración natural del marco, de modo que Alemania, huyendo de la depreciación monetaria de que tan amargos recuerdos tiene - y no sólo ella - está creando el círculo vicioso de la depreciación. Cuando llegue el momento de tener que reconocer esa depreciación, habrá de someterse a una devaluación de su moneda muy superior a la que una política monetaria sana y racional le hubiera obligado a aceptar.

Entre tanto Alemania está viviendo en una ficción financiera que encierra los mayores peligros, pues con motivo de tener que atender a crear trabajo para sus parados - que es un compromiso del régimen nacional-socialista - está elaborando un andamiaje de deuda flotante, que no por no estar formalizada como una deuda pública deja de pesar sobre la economía financiera del país.

Además, el sistema de monedas y de cambio artificial que ha creado y en que le han seguido otros países como Italia, empujados por parecidas razones y dificultades, no obstante la capacidad organizadora de Alemania, es un sistema demasiado complicado y difícil para que funcione bien.

Más pronto o más tarde tendrá que ceder ante una realidad incontenible. Pero a medida que el sistema se prolonga y



el artificio se complica, resulta más difícil salir de él, porque el salto que habrá de dar será mayor y el tránsito y la readaptación a un sistema libre se hará más difícil.

Por esto es probable que el sistema se prolongue hasta no dejarlo sino a través acaso de alguna catástrofe financiera que fuerce la solución.

Servicio de Estudios.

20 MAR. 1936



Sigue desarrollándose en el mundo el fenómeno de disociación de las monedas intervenidas que hemos comentado algunas veces en estas crónicas. Se confirma el fácil pronóstico que hicimos hace meses de que la lira seguiría el proceso de descomposición iniciado antes por el marco y otras monedas intervenidas.

Actualmente, son ya numerosas las paridades de la lira, que a su paridad teórica vale 0,272 pesetas oro (0,65 pesetas papel), pero al cambio oficial sólo vale 0,244 (0,58 pesetas papel); al precio, también oficial, de compras de oro en el interior 0,212 (0,50 pesetas papel), la lira billete se cotiza alrededor de 0,197 pesetas oro (0,47 pesetas papel) y la lira bloqueada a 0,183 (0,44 pesetas papel). Ahora se acaba de crear la lira turismo, una lira cuyo precio fijará de vez en cuando el Gobierno y que se podrá obtener en forma de cheque sobre Italia con destino a ser invertida en el país. Su precio no se ha fijado todavía, pero indudablemente el propósito es fomentar el turismo en Italia, vía de entrada de divisas en estos momentos nada despreciable, lo cual hace creer que su precio se fijará por debajo de la cotización extraoficial de los billetes (1), que es el medio que utilizan<sup>ahora</sup> los turistas de procurarse moneda italiana, puesto que su entrada, para los billetes de 100 liras o menos, es libre en Italia hasta la suma de 2.000 liras por persona.

En realidad, el sistema no es exclusivo de las mone-

---

(1) Así lo ha estimado el mercado, produciéndose una baja en la cotización de los billetes italianos, cuyo precio había progresado bastante últimamente.



das intervenidas, aunque en ellas se presente con mayor desarrollo; es propio de todas las monedas supervaloradas. Siquiera esporádicamente, algo parecido a la lira de turismo de reciente creación se ha visto también en una moneda oro: el franco suizo. Hace dos años, los hoteleros suizos crearon con la anuencia de su Gobierno el franco suizo de turismo, que tenía un cambio con la libra mucho más favorable para esta moneda que el oficial, con el fin de defenderse contra la extrema restricción que en el turismo inglés en Suiza había causado la devaluación de la libra.

Este fenómeno de disociación de las monedas y de una posible discriminación en la protección concedida a las diversas partidas del balance de pagos, mediante la concesión de cambios de favor a las monedas destinadas a realizar ciertos pagos especiales y no utilizables en otros, es un hecho nuevo en la historia monetaria y en la historia del cambio internacional. Por razones de las dificultades monetarias actuales y que cabe presumir que subsistirán en lo futuro, es muy posible que perdure y se desarrolle.

En el caso actual de Italia, el hecho parece muy justificado, pues sometido el comercio italiano a una especie de boycott a causa de las sanciones, Italia tiene que buscar todos los medios que no se le han restringido para procurarse divisas. No aparece tan justificado en el caso de Suiza que tiene abiertos todos los caminos de equilibrar su balance de pagos, aunque su moneda sobrevaluada no le permite en general hacerlo sino mediante la exportación de oro.

Es indudable que el bajar la moneda destinada a los turistas, fomenta el turismo en el país, pero éste recibe en realidad menos divisas por los gastos realizados por los turistas que lo que obtendría cambiando las monedas extranjeras al tipo oficial; lo mismo que ocurriría si se acordase una devaluación. Ahora bien, la razón que principalmente se esgrime contra la devaluación es ésta: que en virtud de ella el país vende con pérdida, obteniendo por sus productos exportados una suma real menor.



Si esa alegación tiene algún valor, es tan válida para los gastos hechos por los turistas dentro del país como para los artículos que el país venda al extranjero. En un caso y en otro se trata de trabajo nacional suministrado a los extranjeros: en el primero, bajo la forma de servicios directos; en el otro, bajo la forma de mercancías producidas mediante ese trabajo. Si los hoteles vacíos o insuficientemente ocupados causan un daño evidente a la economía nacional, a través de las industrias de turismo directamente afectadas, no sabemos comprender cómo puede ser menor el de las fábricas paradas o insuficientemente ocupadas. En un caso y en otro hay una disminución de la renta nacional, tanto en jornales y sueldos como en rentas e intereses de capitales invertidos. En ambos casos hay una repercusión general sobre la economía nacional toda, a causa de la disminución de poder de compra de un cierto sector de ella.

No habría ese daño si el trabajo que queda desocupado en un sector de la economía tuviera seguidamente ocupación en otro sector. Pero la característica de la depresión, bajo la cual sufren ahora los países, y especialmente los países afectados de problemas monetarios graves, es precisamente la falta de incentivo a alumbrar nuevas fuentes de ocupación del trabajo, de tal modo que cuando la crisis y el paro se incrementan en un sector, ello no viene en beneficio de la reanimación de otro sector, sino que redundando exclusivamente en incremento de la desocupación general.

Ahora bien, el efecto no es distinto en nada si ese aumento del nivel de crisis procede de una menor afluencia de turistas que de una menor salida de los productos de exportación habitual. Si hay decadencia del turismo en un país que tiene esta fuente consuetudinaria de ingresos y se juzga necesario estimularla abaratando los servicios nacionales para el consumidor extranjero, no menos necesario será este estímulo cuando se observa una menor demanda de los productos nacionales de ex-



portación por parte de los consumidores de fuera.

Aparte de que, para los efectos del balance de pagos general, - que es lo que importa - la mayor exportación puede suplir las deficiencias de ingresos por turismo, y viceversa.

En suma, el abaratamiento de la moneda nacional para los turistas no tiene en el fondo otro significado que el reconocimiento implícito de que, a falta de que los precios interiores se reajusten al nivel exterior, la moneda necesita ser devaluada a un tipo en que los productos y los servicios del país encuentren igual estímulo a ser utilizados por los extranjeros, que los súbditos nacionales hallan a comprar las mercancías y utilizar los servicios de los extranjeros.

Ya hemos dicho que el caso de Italia es singularísimo en estos momentos a causa de las sanciones. Pero en los demás casos la cuestión del turismo entra dentro del cuadro general de los intercambios exteriores, del acoplamiento entre exportaciones e importaciones, del reajuste del balance exterior de pagos, que todos los países se esfuerzan ahora en realizar por medios espontáneos o forzados.

¿Ayudaría a esa realización el esquivar la devaluación monetaria franca por este medio de disfrazarla con ventajas de cambio para ciertos aspectos del intercambio, como el turismo?

Difícilmente. Porque hay repercusiones inevitables. Por ejemplo, abaratando la moneda para el turismo y no para el intercambio general de mercancías, se corre el peligro de que el aumento de demanda interior de artículos que el turismo comporta se satisfaga en gran parte por importación de productos extranjeros que resultan más baratos que los nacionales, con lo cual los frutos del fomento de esta partida del balance de pagos se frustran en gran parte por aumento de desnivel del balance comercial.

Por otro lado, el beneficio en el cambio de la moneda para turistas no obra más que en un sentido: fomentando el tu-



rismo en el país; no en el sentido opuesto, encareciendo el turismo nacional en el extranjero como haría la devaluación. Lo mismo cabe decir de los derechos y otras restricciones aduaneras que dificultan la entrada de productos extranjeros, pero no estimulan la salida de los propios. Su efecto es unilateral y por consiguiente parcial y casi siempre insuficiente.

Y es que este problema de conseguir el equilibrio del balance de pagos es un problema vasto que sólo puede tener una solución con visos de eficacia cuando se le considera en su amplia generalidad. Abordarlo parcialmente y por sectores da lugar a paliativos que, cuando no resultan contraproducentes, se muestran por lo menos ineficaces.

Sobre él, en este aspecto de generalidad, haremos algunas consideraciones en próximas crónicas.

Servicio de Estudios.

27 MAR. 1936



## C R Ó N I C A      S E M A N A L.

Decíamos en nuestra crónica precedente que el reajuste de los balances de pagos es el problema señero que, en relación con las cuestiones monetarias, se plantea hoy por doquier a los gobernantes.

¿Cómo lo resuelven?

Hay dos sistemas clásicos de enterdérseles con él. Uno es el del cambio fijo; otro es el del cambio variable.

En el del cambio fijo las naciones tienden a conservar entre sí una relación estable de cambio entre sus monedas, lo cual no parece que pueda conseguirse eficazmente sino tomando todas como base de sus sistemas monetarios un patrón común, que ha sido en los tiempos modernos el oro. Prácticamente, sistema de cambio fijo y patrón oro son una misma cosa. Técnicamente, no, y esto es importante porque en esa distinción se pasan ciertos sistemas de cambio fijo sin patrón oro formal.

En el sistema de cambio variable, el cambio de la moneda fluctúa buscando una posición de equilibrio, como todo lo que se mueve. Esa posición de equilibrio no puede ser otra que la parificación de los dos lados del balance de pagos. Si el lado del débito se hace mayor que el del crédito, la cotización de la moneda baja, lo cual restringe las partidas más importantes de ese débito y, por el contrario, estimula el crecimiento de las más importantes del crédito (1). Si es el lado del crédito el que adquiere preponderancia, la cotización de la moneda nacional en divisas sube, con lo cual el menor coste de las divisas hace que se

---

(1) Las únicas partidas que no suelen tener elasticidad son las partidas muertas, es decir, aquellas que nacen de contratos hechos con anterioridad como deudas contraídas, que, si están contraídas en moneda extranjera, por el contrario aumentan al depreciarse la moneda nacional.



eleven las partidas del débito y se mermen las del crédito (con las salvedades hechas en la nota anterior), hasta que el equilibrio se restablezca.

Resulta, pues, que en el sistema de cambio variable no puede haber un desequilibrio ni permanente ni importante en el balance de pagos. Este tiende a equilibrarse por sí mismo, en virtud de la acción que todo desequilibrio tiene sobre el cambio y la reacción que este cambio ejerce sobre el balance de pagos.

No sucede así en el sistema de cambio fijo, el cual, por el hecho de someterse a un cambio, variable tan solo entre muy pequeños límites, ha de esperar desequilibrios del balance de pagos cada vez que un movimiento de los factores capaces de alterar ese balance chocan contra el obstáculo de un cambio casi inmóvil. Por eso los cambios fijos sólo se pueden mantener mediante un mecanismo automático de liquidación de esos desequilibrios del balance de pagos, mecanismo que consiste en la entrada y salida de oro cada vez que manifiestan su acción sobre el cambio.

Se suponía en la doctrina clásica que esos movimientos de oro, llevándolo de los países de precios altos a los países de precios bajos, habían de causar la baja de precios en los primeros y su alza en los segundos, restableciéndose en consecuencia el equilibrio.

Tal suposición se basaba en alguna premisa falsa como el creer que todo desequilibrio del balance de pagos era debido a un desnivel de precios, siendo así que las salidas o entradas de capitales era un fenómeno que guardaba poca relación o muy indirecta con las situaciones de los precios.

Fuera de este punto débil que cada día tiene mayor importancia por la gran movilidad del capital, esta teoría encerraba un error práctico y era el suponer que resultaba indiferente para una economía el reajustarse con las demás mediante una va-



riación en el cambio de su moneda o mediante una variación de su nivel interior de precios. Lo primero implica una modificación que sólo afecta al comercio exterior del país y, por consiguiente, de momento a un limitado sector de su economía. Pero, una contracción monetaria general hiere a toda la economía y, cuando el cambio que implica se sale de límites muy moderados exigiendo una baja de precios que excede del tipo de beneficio industrial medio, o cuando opera sobre una economía con tendencia depresiva, puede suponer una grave crisis.

He aquí por qué, los grandes desajustes ocurridos después de la guerra no han podido ser liquidados mediante el procedimiento clásico del cambio y patrón fijos, y han venido a dar al traste con la mayoría de las monedas y amenazan con dar pronta cuenta de las pocas que han querido resistir al empuje de esta causa (1).

La presión sobre los precios interiores para producir su reajuste con los precios externos en constante descenso, ha ido agravando la crisis interna de cada país, y para obviar esa crisis, manifiestamente producida porque los precios dejaban de ser remuneradores, las naciones se han valido de todos los expedientes y arbitrios para conseguir sostenerlos, es decir, para oponerse a la obra de reajuste que era necesaria con arreglo a la teoría clásica del mecanismo monetario internacional.

---

(1) No se haya de creer por eso que dificultades de este orden no han aparecido hasta después de la guerra europea. Desde que el patrón oro existe, muchos países han luchado con tales dificultades; prueba de ello es que eran muchas las monedas que antes de la guerra habían encallado, sin poder llegar a navegar en franquía ligadas permanentemente al oro. En Europa, la mayoría de los países de la Europa meridional y Rusia. En América casi todos los países del Sur y del Centro. El hecho singular que destaca es que los países de carácter más acentuadamente agrícola son aquellos en que ya el patrón oro había fracasado antes de la guerra: la novedad traída por las crisis posteriores ha sido su fracaso en los países típicamente industriales.



Desde ese momento la política monetaria y la política coyuntural entraban en pugna y el balance de pagos no podía ser equilibrado porque ni se ajustaban los precios al nivel relativo que hubiera sido necesario para producir un intercambio autoliquidable, ni se dejaba al cambio en libertad para fijarse en el punto exigido por la autoliquidabilidad del balance de pagos, dada la relación de precios existente entre el interior y el exterior.

Intervenidos los precios o los cambios o ambos a la vez, la balanza de pagos ha de tender fatalmente a un desequilibrio que se habrá de liquidar mediante exportaciones de oro que ejercen presión sobre la circulación monetaria tendiendo a contraerla, tendencia que no podría ser seguida por la circulación, puesto que no se dejaba a los precios contraerse al unísono, de donde nacían tensiones internas que se reflejan sobre el mercado financiero en elevados tipos de interés. A falta de las exportaciones de oro, se tienen que contraer deudas exteriores, voluntarias o forzosas (préstamos o congelación de deudas), que gravitan con sus intereses y amortización sobre los balances futuros.

Es indudable que ninguna de estas cosas era una solución, sino un paliativo temporal que dejaba sin resolver el problema fundamental, en espera de que presentara mejor aspecto. El problema fundamental consistía en que el balance de pagos se liquidara por sí mismos, y esto no se podía conseguir más que mediante un reajuste de los cambios o de los precios. A falta de estos métodos que podríamos llamar naturales, se han empleado otros métodos de violencia comercial procurando reducir a fortiori las cifras de la importación a las de la exportación.

En una c.ónica próxima estudiaremos los resultados que con ellos se han obtenido o pueden esperar conseguirse.

Servicio de Estudios.

- 3 ABR. 1936







propias defensas arancelarias, que han tenido que ser reforzadas con contingentes y otros medios de retorsión del comercio, el cual se ha visto asfixiado con daño de todos.

Las restricciones comerciales que han sido complementadas además por los controls monetarios, han tendido en general a ajustar la importación a la exportación disminuída, y esto, que casi nunca han conseguido, no ha resuelto el problema principal de la baja de la exportación y de la depreciación de ésta. Al contrario ha tendido a aumentar el descenso de las exportaciones y sobre todo de su valor, determinando así una merma importante de las rentas nacionales que han hecho más precaria la situación de las economías y de las monedas respectivas.

El reajuste que hubiera sido necesario es el inverso, de aumentar las exportaciones hasta el nivel de las importaciones, a veces acrecentadas, sin mermar éstas mas que en lo preciso, con lo cual, al mismo tiempo que se hubiera alcanzado la nivelación del balance de pagos, se hubiese conseguido aumentar o mantener el bienestar del país.

Esto es lo que ha constituido la superioridad de los países desvalorizadores sobre los restriccionistas: que aquéllos han hecho el reajuste en el sentido expansionista, y los segundos han tendido a realizarlo en sentido opuesto, empobreciéndose, con lo cual el mismo reajuste ha fracasado, porque la situación social se ha ido agravando sin término bajo el efecto de ese empobrecimiento.

Servicio de Estudios.

10 ABR. 1936



El franco ha vuelto a sufrir una de sus crisis habituales, las cuales tienden a tomar manifiestamente un carácter crónico, es decir, se hacen menos intensas y más pertinaces. La crisis de la primavera pasada causó en dos meses una pérdida que se acercó a los 12.000 millones de francos oro: la del otoño, en poco más de un mes, pasó de los 6.000 millones. Estas dos bajas no se suman completamente, porque alguna reposición, aunque poca, hubo en los intervalos; del máximo de Marzo al mínimo de Diciembre en la reserva oro la diferencia son 16.730 millones.

Desde principios del año actual esa reserva va viéndose mermada de un modo casi continuo, salvo una pequeña reposición durante el mes de Febrero, que fué debida al préstamo de 3.000 millones de frs. obtenido de Inglaterra. Pero la mejora fué fugaz: esos 3.000 millones se consumieron en compensar el déficit de divisas de dicho mes, y desde los comienzos de Marzo los balances del Banco de Francia vuelven a acusar una salida de oro que se ha acentuado fuertemente desde fines de ese mes. Francia ha perdido, en lo que va de año hasta el 3 de Abril, más de 2.000 millones de frs. que, sumados a los 3.000 millones del préstamo levantado en Londres, hacen más de 5.000 millones, cifra que se habrá visto aumentada probablemente desde entonces.

Pero lo más alarmante es que así como estas bajas de la reserva se reflejaban hasta ahora atenuadas en la cobertura, a causa de que iban acompañadas de una cierta contracción circulatoria, últimamente no ocurre así. Al mismo tiempo que el oro sale, la circulación interior se infla y la cobertura relativa desciende más de lo que correspondería a la simple salida de oro. Lo que se observa sobre todo es un aumento en los billetes no compensado por la contracción de las cuentas corrientes, aumento que tiene su contrapartida principalmente en el incremento de la cartera comercial, acompañado de aumentos menos importantes en



los demás préstamos.

Todo esto, coincidiendo con la elevación del tipo de interés al 5 % como defensa técnica contra la salida de oro, medida que no parece haber tenido una gran eficacia, revela que la tensión del mercado financiero es muy grande y que la situación en este aspecto no tiende a mejorar.

Fíjanse los comentaristas de estas crisis del franco en las salidas de capitales que se producen espectacularmente en los momentos culminantes de la crisis, y en los atesoramientos que la acompañan. Pero es de observar que en los períodos de calma apenas si hay recuperación del oro perdido. Indudablemente hay algo más y más grave en estas pérdidas de oro: hay un desequilibrio persistente del balance de pagos, el cual causa una continua hemorragia que no por ser la menos sensible deja de ser la más perniciosa. Si bien en las crisis de alarma lo que causa la salida repentina de oro es la huída de capitales y el atesoramiento, es indudable que, cuando la alarma pasa, ha de haber un reflujo de capital, que si no se advierte en las reservas, es porque se emplea en ir enjugando ese déficit persistente que da origen a un endeudamiento con el exterior y que va causando una contracción pertinaz y creciente en la economía francesa, contracción que, yendo a contrapelo de la recuperación que se desea y de la política que se emplea para favorecerla, determina un desequilibrio cada día mayor del balance de pagos.

Y si ese desequilibrio no se hace notar más, es debido a que los exportadores franceses practican un verdadero dumping. Esto consta por un trabajo debido a un autor francés, M. Robert Bordaé (1) que ha demostrado, en un estudio sobre la devaluación y los precios, hecho bajo los auspicios del Bulletin Quotidien "que los productores aprovechan el tener reservado el mercado nacional, gracias al sistema aduanero, para amortizar todos sus

---

(1) Citado por Philippe Schwob en "L'Europe Nouvelle" del 4 de Abril de 1936: "Le niveau des prix en France et à l'étranger".



gastos generales sobre las ventas interiores: y de ese modo pueden hacer al extranjero precios ventajosos, al nivel mundial o aun por debajo de ese nivel. Gracias a ese procedimiento - sigue diciendo Ph. Schwob - el comercio exterior de Francia ha podido, en el curso de los últimos tres años, mantenerse al mismo nivel que el de los países de moneda depreciada. No se trata de juzgar tal política que se calificaría seguramente de dumping si se tratara de otro país. Los productores franceses se han defendido como han podido. Los demás países de monedas están exactamente en el mismo caso, y los países de moneda intervenida sencillamente han llevado el método un poco más allá".

Esta es la situación expuesta por una pluma poco sospechosa, Francia, como los demás países de moneda oro y los de moneda intervenida, no pueden mantener su exportación sino haciendo pagar al país, sea a los consumidores nacionales, sea al Estado, la diferencia de precios necesaria para salvar el margen de disparidad entre sus precios y los de fuera.

Pero lo peor es que, ni aun a ese coste, parece que consiguen equilibrar su balance de pagos, con lo cual su situación económica sufre un pertinaz empeoramiento. El paro parcial y total no decrecen. Los índices de producción acusan algún alza, siguiendo sin duda un movimiento sensible de elevación de los precios al por mayor, pero esto es a costa de aumentar la disparidad de precios con el exterior. De todos modos la producción no alcanza al 70 % de los de 1929, cuando muchos países han rebasado la de esa fecha.

El síntoma más favorable es sin duda cierta disminución del coste de la vida observado en los últimos tiempos. El tráfico interior tampoco se observa que aumente sensiblemente, aunque su baja es menos acusada a partir del otoño de 1935.

Todo esto es lo que inspira pesimistas pensamientos acerca del porvenir de la moneda francesa, más que esas crisis esporádicas que no son sino la manifestación espectacular del



mal interno que roe a la economía francesa, y que no parece que haya de terminar sin un reajuste en breve del franco.

Servicio de Estudios.

18 ABR. 1936



C R Ó N I C A      S E M A N A L.

Damos, en las páginas de este informe, informaciones de diverso origen acerca de la situación económica de Polonia. Tiene esta información particular interés, por cuanto Polonia es el país fiel al patrón oro que más lejos parece haber llegado en la obra de deflación para conseguir mantener eficazmente su paridad monetaria.

He aquí los índices de precios al por mayor de diversos países con respecto a la base 1929 = 100:

	<u>Enero</u>	<u>Mínimo</u>
Polonia	54,2	54,1 (Mayo 1935)
Suiza	64,5	61,2 " "
Bélgica	68,3	54,5 " "
Francia	57,3	51,4 (Jul. 1935)
Italia	72,4 (Obr. 35)	56,8 (Sbre. 1934)
Holanda	62,6	60,8 (Mayo 1935)
Checoslovaquia	77,1	
Alemania	75,5	

¿Hasta qué punto esa labor de reajuste de precios se ha reflejado en una mejoría económica?

Los índices comparados de producción industrial son:

INDICES GENERALES (Base: 1929).

	<u>Enero 1936</u>
Polonia	67,5
Bélgica	80,6
Francia	69,5
Italia	87,2 (Ag <sup>o</sup> 1935)
Holanda	67,9
Checoslovaquia	80,5
Alemania	94,7



INDICES DE PRODUCCION DE MAQUINARIA:

Polonia	62,4	(Enero 1936)
Francia	61,8	id
Italia	105,1	(Agosto 1935)
Alemania	93,8	(de 1935)

INDICES DE PRODUCCION DE ARTICULOS DE CAPITALIZACION.

Enero 1936

Polonia	62,4
Holanda	50
Alemania	96,1

INDICE DE PRODUCCION DE ARTICULOS DE CONSUMO.

Enero 1936

Polonia	77,6
Holanda	90,4
Alemania	88,6

INDICE DE PRODUCCION DE TEXTILES (Enero 1936).

Polonia	80,3
Bélgica	86,2
Francia	77,2
Italia	57,2 (Agosto 1935)
Checoeslovaquia	89
Alemania	100,8

Las cifras de desocupación son:

	<u>Absolutas</u>		<u>Relativas</u>
	en 1936	Promedio 1929	Enero 1936.
Polonia	472 millares	129	20,5 %
Francia	477 "	0,9	
Bélgica	167 "	8,4	18,6 "
Italia	609 (Sbre.1935)	300	
Holanda	232 millares	24,3	43 "
Chescoeslovaquia	267 "	23,7	27 "
Alemania	2.520 "	1.892	13,5 "



El coste de la vida ha descendido en las siguientes proporciones respecto a la base 1929 = 100:

Enero 1936.

Polonia	59,5	
Alemania	80,7	
Bélgica	85,2	
Francia	77,8	(4º trim. 1935)
Italia	76,6	(Sbre. 1935)
Holanda	81,4	(Dbre. 1935)
Chescoeslovaquia	92,7	

El descenso de los precios al por mayor, aunque el más grande que se registra, no se aleja mucho del de otros países del bloque oro, pero en cambio la reducción del coste de la vida es mucho más considerable que en ningún otro país. Para el descenso de los salarios no tenemos indicadores recientes. Hasta principios de 1935 ó fines de 1934, los índices eran los siguientes:.

Polonia	73	(Base 1929 = 100)
Holanda	87	
Italia	81	
Francia	95	
Bélgica	83	
Alemania	78	

En el paro, en cambio, no se observa una reducción apreciable y al parecer, según las últimas noticias de la prensa, la inquietud social es grande y no parece descartarse en absoluto las posibilidades de que, a pesar de todo, se vaya a una devaluación, pues las posibilidades de la deflación parecen haber agotado la resistencia del país y éste sólo consigue mantener su exportación merced a <sup>dar</sup>precios para la exportación muy por debajo de los precios interiores, sistema que sólo constituye un medio de encubrir un desequilibrio latente todavía en su economía y una real pérdida de riqueza del país, que no puede continuar de manera permanente.

Servicio de Estudios.

24 ABR. 1936



## C R Ó N I C A   S E M A N A L .

No más lejos que la semana pasada comentábamos la situación económica y monetaria de Polonia, un país que resulta interesante en este aspecto, porque era el más pequeño componente del bloque oro y el que para mantenerlo había logrado, gracias al carácter autoritario de su régimen político, un grado mayor de deflación. Decíamos que, a pesar de esto, no parecía excluída la hipótesis de una devaluación, a causa de su difícil situación social y económica. La devaluación no se ha producido de derecho, pero de hecho Polonia ha dejado de pertenecer desde el lunes último al bloque oro por el establecimiento de un régimen riguroso de control de los cambios con la consiguiente suspensión del libre comercio de oro y monedas, limitación de las divisas que pueden llevar los viajeros que salgan del país, etc. Que tales radicales medidas han sido tomadas para evitar o encubrir una depreciación de hecho del zloty, es cosa que no ofrece duda; el decreto publicado castiga con multas de 200.000 zlotys (600 mil francos franceses) la publicación de cotizaciones de divisas distintas de las oficiales.

La razón o el pretexto es, como siempre en estos casos, el restringir la especulación, pero fácil es comprender que lo que se quiere significar con esto es la salida en masa de capitales como consecuencia del pánico causado por los últimos desórdenes de carácter social que allí acababan de desarrollarse. Estos desórdenes son la obligada repercusión del gran malestar económico que mantiene en paro a una masa considerable de la población obrera y que ha proletarizado a una gran parte de las clases medias.

El sistema de la deflación tiene este inconveniente. Si no es rigurosa, resulta ineficaz. Si lo es, acentúa la depre-



sión en términos insoportables y que determinan reacciones sociales inevitables, cuyas consecuencias monetarias vienen a ser idénticas a las del mismo desequilibrio que se ha querido borrar por medio de la deflación. Esta crea siempre un malestar social que favorece la captación de las masas por las ideas extremistas. Obsérvese el efecto que ha tenido la actual crisis francesa, agudizada por su política monetaria, sobre el progreso del comunismo que las actuales elecciones legislativas denotan.

Y estas reacciones sociales derriban a veces en un día la obra dura y pacientemente realizada en el transcurso de años, cuando ya parecían próximas a alcanzarse las condiciones técnicas (1). Son repercusiones lamentables, pero con las que hay que contar al decidirse por un camino. Ese ha sido el caso de Polonia, a la que una deflación rigurosa de varios años no le ha evitado el seguir la ruta de intervenciones monetarias, y probablemente de depreciación y devaluación en definitiva de la divisa, que han tenido que seguir otros países que no pudieron o no supieron llevar a cabo una deflación semejante.

Otro hecho económico importante que nos aporta la última semana es el nuevo presupuesto inglés. Este acontecimiento parece tener una relación más lejana con la cuestión monetaria. No obstante, está destinado probablemente a tener una influencia general mucho mayor que la suspensión del patrón oro en Polonia, la cual no es al fin y al cabo sino un episodio nuevo en el gradual desmoronamiento desde 1931 de las monedas estabilizadas hasta entonces.

El nuevo presupuesto inglés inicia un cambio de rumbo respecto de la política fiscal seguida por el Gobierno inglés en los presupuestos anteriores. Sin dejar de ser un presupuesto nivelado, como corresponde a la rigurosa gerencia tradicional de la Hacienda inglesa, es un presupuesto de aumento de gastos y, por consiguiente, de recargos fiscales y no de desgravaciones, como las precedentes.

(1) que se vislumbraban como resolutivas del problema.



La causa de ello es la nueva política de rearme que emprende Inglaterra y que se supone ha de exigirle sacrificios cada día mayores.

El impuesto sobre la renta se ha elevado casi a 5 chelines por libra y se supone que en el presupuesto próximo alcanzará esa cifra que se considera como límite de la capacidad tributaria. Como se prevé que los gastos militares irán creciendo, se juzga necesario que esos aumentos de gastos salgan de la expansión de las bases tributarias, lo cual se da como una razón para evitar todo lo que pueda provocar influencias deflacionistas, que determinarían el déficit presupuestario fatalmente y con ello la restricción en el mercado financiero por las apelaciones al crédito del Estado, el alza de los tipos de capitalización y la ruina de toda la política en que se basa la obra de recuperación inglesa. A juicio de los comentaristas técnicos este reforzamiento de la política fiscal obliga a diferir más en lo futuro toda estabilización de la libra pues su ligazón al oro se considera como la principal de esas circunstancias que podrían determinar la recurrencia de la depresión deflacionista.

En una palabra, el retorno de Inglaterra al "gold standard" es una cosa por ahora muy lejana y que quizás haya que relegar a la categoría de las hipótesis irrealles, pues los acontecimientos se van desarrollando en el sentido de ir alejándolo cada vez más, y no parece probable que la tendencia se invierta en un futuro previsible.

Servicio de Estudios.

30 ABR. 1936



## C R Ó N I C A   S E M A N A L .

El resultado definitivo de las elecciones francesas, con una minoría socialista en la Cámara popular que es la más numerosa de todas y con 82 Diputados comunistas, nos ofrece un nuevo ejemplo de algo que apuntábamos en nuestra Crónica precedente.

Todos los comentaristas franceses y extranjeros se hallan acordes en estimar que el enorme avance de las fuerzas izquierdistas es el resultado de los 4 años de crisis creciente que venido sufriendo Francia. La política económica francesa ha girado en todo ese tiempo en torno al mantenimiento del franco, mantenimiento que por lo menos desde que se suspendió el patrón oro en Norteamérica era bien notorio que sería muy difícil mantener.

Así lo pronosticamos a la sazón, fundándonos en los datos objetivos de la posición relativa de los precios y de la situación económica respectiva de Francia y del mundo. Sin embargo, entonces la posición aparente y técnica del franco era boyante y las reservas del Banco de Francia estaban casi intactas, pues la huida ante las monedas en entredicho las había aumentado notablemente, a pesar de que la situación de los precios no era favorable ya a crear un balance de pagos a favor de Francia, pero el franco era entonces una moneda refugio como lo son ahora la libra, el dólar, el belga ('). A partir de entonces la posición técnica del franco no ha hecho más que sufrir deterioro, porque al déficit de las partidas comerciales de su balance de pagos se ha unido la fuerte salida de capitales,

---

(') Sobre la situación de sobrevaluación del franco con respecto a libra y dólar, véase nuestro Informe "Perspectivas del franco francés en relación con nuestra política de divisas". 9 Mayo 1933.



que hubiera exigido una posición de subvaluación del franco, siendo así que su posición de sobrevaluación se ha mantenido a causa de la insuficiente baja de los precios.

Francia ha hecho en pro de la política deflacionista todos los esfuerzos compatibles con la influencia política de los sectores que, aun pidiendo el mantenimiento de la moneda a su paridad, no querían sufrir sus naturales efectos, que son la depreciación de los productos, especialmente los de exportación y entre ellos los agrícolas más que los otros, a causa de lo difícil que es reprimir su producción y mantener su almacenamiento; la baja de jornales y sueldos, el paro, la restricción del mercado financiero, los altos tipos de interés y todas las secuelas que comporta un proceso de depresión acentuado por la deflación monetaria.

La política de deflación ha herido muchos intereses, unos directamente por las rebajas de sueldos y aumento de gravámenes para equilibrar el presupuesto, otros indirectamente como consecuencia del estado de crisis que ha contribuido a mantener en la economía francesa, un estado de crisis que ha hecho crecer la inquietud social y el descontento de todas las clases, cuya opinión ha resbalado en general hacia las soluciones extremistas entre las cuales han venido a dominar por el momento las izquierdistas; su triunfo causa ahora la alarma del capital, que viene a unirse a los motivos de huida que ya determinaba el temor de una devaluación próxima.

Naturalmente, que esta agravación de la crisis monetaria contribuye a corroborar esos temores y a multiplicar sus efectos. En el último balance conocido, cerrado antes del segundo escrutinio, hay una disminución de más de 1.000 millones en el encaje oro, cifra de salida de oro que es del tipo de los grandes pánicos.

En suma, que, cuando comenzarían a poderse tocar los efectos favorables de la mejora del problema del cambio, gracias a los esfuerzos de reajuste hechos en los precios, las



reacciones políticas y sociales determinadas por la crisis vienen a hacer perder el fruto que se esperaba recoger de la deflación. El caso es análogo al de Polonia, que comentábamos en la pasada semana.

Ahora la cuestión no se plantea ya casi más que sobre cómo y cuándo caerá el franco. Una corriente de opinión reclutada en los medios económicos de carácter más popular y menos responsable se inclina hacia medidas directas de restricción en la salida de oro e incluso de intervención en el mercado de cambios. A esta corriente se oponen los teorizantes antidevaluacionistas, los cuales comprenden que esto sería el principio de la devaluación. Tampoco son partidarios de ella los devaluacionistas declarados que quisieran precisamente resolver el problema por una devaluación reglada sin comprometer la libertad de movimientos en el mercado de cambios.

Con todo, es muy de temer que sea al final una solución de este tipo, cuyas características dependerán de las circunstancias, la que se imponga finalmente como remedio de urgencia, pues el Gobierno actual, dado su carácter de interinidad, rehuirá el abordar el problema para dejarlo íntegro al Gobierno que salga de la nueva Cámara popular, y si no puede evitar el tener que hacer algo más fuera de las medidas clásicas de elevación del descuento, etc., en caso de que el movimiento de pánico se acentúe alarmantemente, preferirá recurrir a medidas que no prejuzguen la solución definitiva y que permitan mantener durante algún tiempo aparentemente el valor del franco, cortando en lo posible la salida de capitales.

El desenlace de las cosas podría ser parecido al que tuvo la crisis belga, en la cual el gobierno Theunis estableció como medida testamentaria la suspensión de salidas de oro, dejando al nuevo gobierno nacional de Van Zeeland el liquidar la situación mediante una devaluación legal de la moneda.

Servicio de Estudios.

- 8 MAYO 1936



## C R Ó N I C A      S E M A N A L.

Sigue desarrollándose la grave crisis del franco. Todavía no se dispone del balance del Banco de Francia que se cerró el 9 del corriente y que no se publicará hasta el viernes próximo, pero la prensa inglesa estima que acusará una baja de la reserva oro de más de 3.000 millones de francos, de los cuales más de la mitad corresponden a los dos primeros días de la semana que dicho balance cierra.

El caso es que todos los partidos se pronuncian contra la devaluación del franco, no sólo el socialista, sino el comunista, y quizás con más énfasis éste que ningún otro.

Claro que el pánico actual no se debe exclusivamente, como otros, al temor de una devaluación, sino que tiene un origen más bien político en los temores que despierta la política social del próximo Gobierno socialista, aunque también en este aspecto el presunto Jefe de ese Gobierno ha procurado tranquilizar al país con un discurso de tonos moderados, pero de pocas concreciones, que no ha logrado llevar la tranquilidad a los espíritus de los poseedores de capital, y la tensión del franco continúa a consecuencia de las salidas de dinero, tensión que se ha transmitido a las demás monedas oro.

La posición de los partidos que van a asumir la dirección de la política francesa es desconcertante en el aspecto monetario aun para los menos doctos en materia económica. No es posible conciliar el mantenimiento de la paridad del franco con la política de expansión económica que preconizan esos partidos como medio de restaurar la prosperidad y reabsorber el paro. La política de mantenimiento del franco exigiría un proceso de deflación, que es expresamente condenado por el jefe de la coalición Sr. Blum en términos tan expresos como estos: "El partido



reemplazará la deflación por un activo programa de expansión económica. El país está cansado de privaciones y sacrificios que no le han aportado ningún beneficio y han agravado sus males".

Además, para el vasto programa de obras públicas que anuncia, Francia necesitará encontrar un mercado financiero bien provisto y con dinero barato, cosa que la política de mantenimiento del franco no ha de producir ciertamente. Sobre el modo de salvar estas contradicciones de doctrina económica nada ha dicho el Sr. Blum, que no adelanta otra explicación de lo que ocurre que la ya tan manida de la especulación y del complot del dinero contra el socialismo.

Es un síntoma el hecho de que el actual Gobierno francés, sin separarse oficialmente del patrón oro, empieza a no contentarse con las medidas ortodoxas para proteger la moneda y a aplicar .extraoficialmente medidas de control monetario como la restricción en las ventas de moneda de oro y billetes extranjeros por los Bancos. Esto podría ser el preludio de medidas más severas y de carácter más oficial que implicarían la separación de hecho del franco del patrón oro, aunque si se siguiese por ese camino, se irá gradualmente a una devaluación embozada que mantenga oficialmente en apariencia la paridad del franco, al estilo alemán. Pero esa política encontrará en Francia muchas dificultades y muchos enemigos.

De todos modos, es muy probable que el pleito quede enjuiciado y virtualmente resuelto en los días que faltan hasta que el nuevo Gobierno tome los poderes, y entonces se verá forzado a sancionar una devaluación de hecho, como ocurrió al Gobierno belga de Van Zeeland, o a proseguir una política de ficción creando todo un sistema de control.

Servicio de Estudios.

14 MAYO 1936



El reciente acuerdo entre la China y los Estados Unidos, de que damos cuenta en otro lugar, constituye un nuevo eslabón en la cadena de la política argentista norteamericana. China establece el principio de que su emisión esté respaldada por el 25 % cuando menos, en plata, aparte de la reserva en oro y divisas cuya cuantía no se determina. Exactamente la cifra escogida por los Estados Unidos para la proporción de sus reservas, dice el "Financial News", salvo que en el caso de Norteamérica es un máximo y en el de China es un mínimo. Hay otra diferencia más importante que el periódico inglés no señala, y es que en el caso de China se trata del 25 % de la circulación y en el de los Estados Unidos el 25 % de la reserva metálica total, la cual representa en este último una cifra muy superior a la sola circulación de billetes.

En ambos casos, se trata de la fijación de una gran cantidad de plata que ya dejará de amenazar al mercado corriente. Norteamérica sigue tenazmente su política de revalorización de la plata. La baja que produjo su suspensión de compras en Londres fué un primer paso necesario para el resultado ahora obtenido. Por el momento no cesa en su propósito de elevar el valor de la plata y probablemente de hacer aceptar por el mayor número de países posible su política de ir introduciendo más la plata en las reservas y, a ser posible, en la circulación. En el caso de China se prevé en la última ley la acuñación de moneda divisionaria de plata, que constituirá también un medio de ocupar una gran cantidad de este metal en la circulación y al mismo tiempo dar satisfacción a la costumbre china de emplear la plata para sus transacciones usuales.

Pero esto no supone el restablecimiento del patrón plata. Esa moneda nueva que se acuñe será una moneda divisionaria



y de baja ley, de tal modo que su valor intrínseco quede muy por debajo del valor monetario, con lo cual se evita el peligro de exportación aun suponiendo que el precio de la plata suba en lo sucesivo en límites bastante amplios. De este modo queda la China garantizada contra el peligro de que una futura alza del valor de la plata determine allí una crisis monetaria como la del año pasado. El valor de la moneda china, desde la pasada reforma monetaria, se mueve con completa independencia del valor de la plata. El patrón plata no funciona, pues, en China.

Tampoco funciona el patrón oro, puesto que su moneda ni se halla vinculada directamente al oro ni a ninguna moneda unida al oro. El Ministro de Hacienda chino ha hecho rotundas declaraciones respecto a la independencia del dólar chino del dólar americano y de toda moneda extranjera.

Por algunos periódicos se ha comentado la última medida tomada por la China como un triunfo del bimetalismo. Sobre tal interpretación hay que ponerse en guardia. Tener en la reserva metálica oro y plata no es bimetalismo, porque la plata no sirve, ni sola ni en unión del oro, para fijar el valor de la moneda, ni hay acuñación libre de plata, ni ninguna de las características que constituyen la base de un patrón bimetálico.

En realidad, China queda bajo un régimen de moneda de papel, o de moneda sin base alguna fija de valor o de moneda dirigida como ahora se dice. La plata no constituye sino un activo del Banco central de China que la ley admite como formando parte de la garantía monetaria, del mismo modo que se admiten las divisas y en algunos países una cierta proporción de valores públicos, lo cual no quiere decir que el patrón monetario se apoye sobre la cotización de tales valores.

Esta situación es la que previmos, con ocasión de los primeros trastornos monetarios que se produjeron en el Extremo Oriente, que se desarrollaría finalmente, pues el bimetalismo no es posible prácticamente y el monometalismo plata resultó tam-



bién imposible desde que la política americana de la plata sometió el mercado de este metal a oscilaciones violentas.

La importancia del acontecimiento que comentamos para los países interesados en la plata, es que constituye un paso previo para dejar a Norteamérica las manos libres en su política argentista y, por lo tanto, el preludio probablemente de un nuevo movimiento alcista del blanco metal.

Servicio de Estudios.

22 MAYO 1936

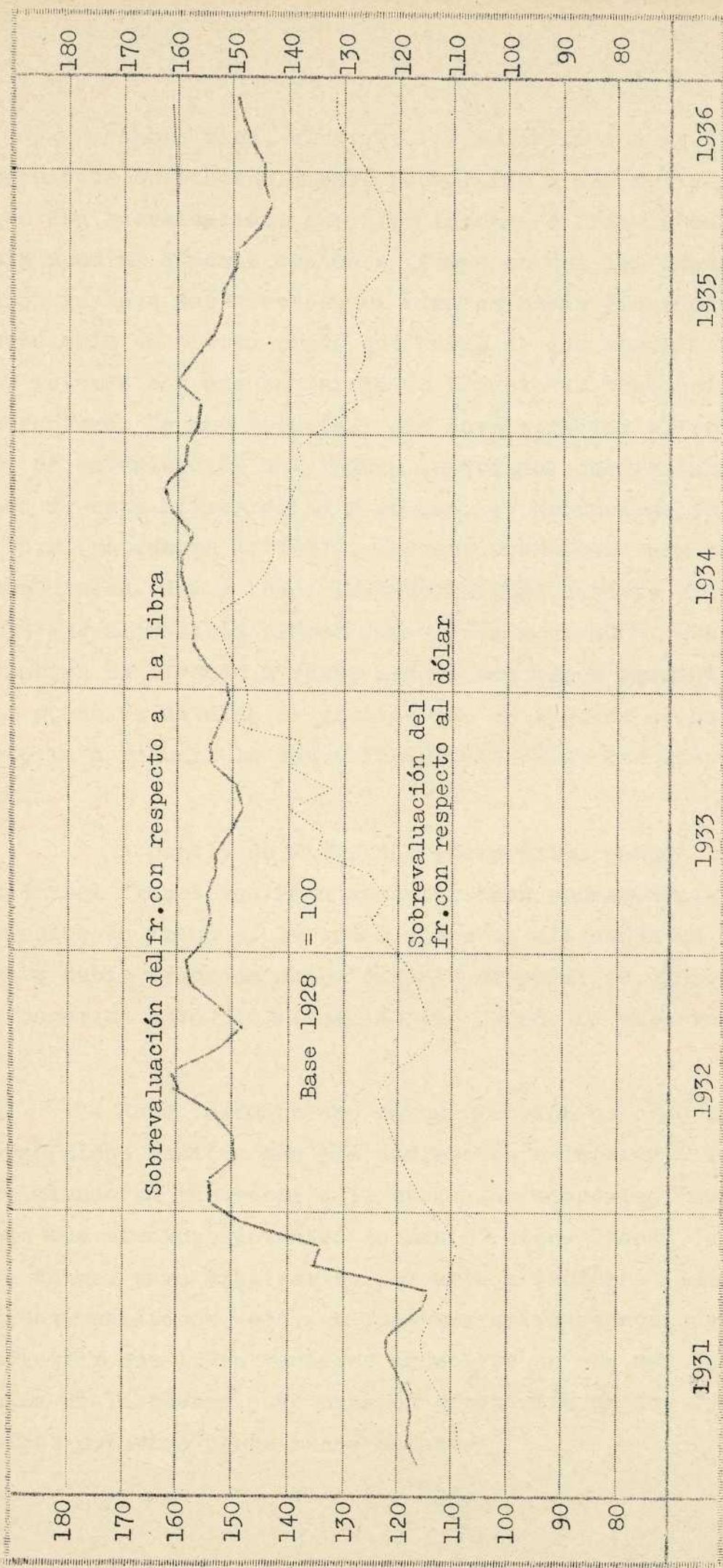


## C r ó n i c a   s e m a n a l .

En nuestro estudio acerca de la posición del franco, presentado a la Administración del Banco con ocasión de la devaluación del dólar en abril de 1933, hacíamos el estudio de las paridades económicas entre el franco, el dólar y la libra en relación con los cambios que regían entre estas dos últimas monedas y la primera. Las reservas del Banco de Francia se hallaban a la sazón intactas y casi en su punto más elevado: no obstante, y basándonos principalmente en la sobrevaluación del franco que las cifras acusaban y en la crisis económica que comenzaba a apuntar seriamente, previmos que sería muy difícil que el franco resistiera a las fuerzas que le impulsaban fuera del patrón oro o por lo menos fuera de su equivalencia actual con el oro.

Han pasado tres años y en el momento en que la exactitud de esa previsión es ahora muy patente, resulta interesante recapitular el estado de sobrevaluación del franco con respecto a las dos grandes monedas desde 1931 hasta la fecha, y apreciar cuál es la situación actual, de la cual depende en gran parte el desenlace de la aguda crisis presente. Para hacerlos más visibles, hemos resumido los datos obtenidos en el adjunto gráfico. Se han calculado, mes por mes, las paridades económicas dividiendo los índices de precios (base 1928) de Francia por los de Norteamérica e Inglaterra respectivamente. Después se han dividido esas paridades por los cambios medios de las respectivas monedas en los meses respectivos, con lo cual se han obtenido cifras que representarían, según la hipótesis de Cassel, el grado de sobrevaluación de las monedas que se ha producido desde 1928 en que las tres monedas estaban sobre la base oro. Claro que para que estas cifras fuesen aceptables, aun dentro de la hipótesis casselina, sería menester admitir que en dicha época base franco, libra y dólar se hallaban en equilibrio en sus poderes de adquisición relativos.







Ahora bien, el franco se estabilizó a un tipo en que resultaba considerablemente subvaluado y hay motivos para creer que esa subvaluación, que hizo indemne a Francia contra la crisis mundial durante bastante tiempo en que los demás países gemían ya bajo sus efectos, si bien se había liquidado en parte, subsistía en cierto grado que sería el que vendría a explicar el retardo con que se inició en Francia la tendencia de baja coyuntura. Es muy verosímil que para apreciar el verdadero grado de subvaluación del franco tendríamos que restar por lo menos de esas cifras el 15 % en que, al producirse la caída de la libra (setiembre de 1931), aparece subvaluado con respecto a dicha moneda. Así y todo, la subvaluación durante el período de 1932-34 alcanzaría cifras superiores a un 40 %, que el dólar también ha llegado a rozar aunque con menos persistencia, pues la política de alza de precios que en América se ha seguido ha vuelto a reducir la subvaluación del dólar con respecto al franco.

A partir de fines del año próximo pasado la subvaluación del franco vuelve a aumentar como consecuencia del alza de precios en francos. De todos modos la situación ha mejorado algo y había mejorado mucho durante el curso de 1935. ¿Cómo es que, a pesar de esto, la situación del franco ha empeorado visiblemente?

Este fenómeno nos da una lección de cómo los factores económicos básicos son los dominantes e imperan a la larga imprimiendo su tendencia a la evolución económica, mucho antes de que sus efectos aparentes se manifiesten. Cuando éstos aparecen, el vulgo, para explicarlos, recurre a factores llamados psicológicos, políticos, etc., a factores extra-económicos en suma, sin advertir que tales factores adjetivos no son más que la floración de la planta cuyo embrión preexistía en los factores económicos notorios desde mucho antes.



Así en este caso la sobrevaluación del franco era un fuerte factor de debilitación de la economía francesa que a la larga tenía que producir su efecto letal, por encima de aquella al parecer boyante situación de alta posición técnica de la moneda. Esta posición se pudo mantener sin grave quebranto en los tiempos que siguieron a la devaluación de la libra y del dólar, porque la huida de esas monedas que se produjo en los primeros momentos saldaron el déficit comercial que la sobrevaluación tendía a producir y que, en otras circunstancias, hubiera determinado un drenaje lento y continuo de las reservas del Banco de Francia. Con una moneda no sobrevaluada, aquella afluencia de capitales hubiera causado nuevos aumentos del stock de oro como ha ocurrido en la Gran Bretaña y en Norteamérica a raíz de la devaluación y como ocurrió en la propia Francia mientras esa afluencia de capitales no coincidía con la existencia de una sobrevaluación.

Lo que sucedía, pues, es que una salida virtual de oro por déficit del balance de mercancías y servicios era compensada por una entrada virtual de oro por superávit del balance de capitales. ¿Quiere decir esto que la economía francesa se mantenía en equilibrio? Nada de eso.

La contracción de la parte activa de la reserva que suponía la salida virtual de oro por el déficit del balance comercial no se evitaba con ello. Lo único es que, en lugar de transferirse al exterior, el oro que formaba el substratum del poder de demanda no utilizado en el interior iba a acumularse en el mercado de capitales. Allí influía ciertamente en que el tipo de interés bajase o no subiese por lo menos, pero no tenía ello ninguna eficacia en el orden de mejora coyuntural, puesto que la depresión en el mercado comercial que suponía la contracción determinada por el déficit del balance de mercancías y servicios no creaban condiciones favorables a que esos recursos pudiesen ser utilizados en la expansión industrial, aun con tipos de interés bajos.



Ni eran estos siquiera todo lo bajos que debieran haber sido, porque el deterioro de la situación económica que se iba produciendo por la causa antes apuntada, determinaba un descenso de la capacidad tributaria del país, unida a necesidades crecientes de la Hacienda de naturaleza coyuntural (socorros de paro, obras públicas, subvenciones para el sostenimiento de los mercados interiores y exteriores, etc.), de tal suerte que el déficit del Erario iba en aumento y devoraba los recursos superabundantes que la llegada de capitales aportaba al mercado financiero. Francia, pues, se iba consumiendo a sí misma.

Decíamos en el Informe antes citado:

Ante esta situación dramática nos encontramos desde la primavera del año pasado, situación más dramática cada vez, pero que se empezó a acusar precisamente cuando la causa matriz - la sobrevaluación del franco - remitía. Pero los efectos estaban ya producidos, y nada podía detenerlos. Ahora la sobrevaluación tiende a acentuarse bajo los efectos de un alza de precios forzada antinatural en Francia, necesaria para que Francia se incorpore al movimiento de auge económico del mundo, pero completamente contradictoria en su política monetaria. Y no hay que esperar que esto encuentre lenitivo, porque la política que exige el futuro Gobierno de Francia es una política de gastos, de antideflación, de corrección de la coyuntura de crisis. Y eso ha de elevar los precios y ha de encarecer el dinero.

Y entre tanto sigue la salida del oro, y la huida de capitales, y aumenta la crisis financiera que presagiábamos como fatal. Efectos psicológicos y efectos políticos, dirán los partidarios de explicaciones superficiales, pero esos llamados efectos psicológicos y políticos estaban implícitos en la desconexión de factores económicos visible hace ya por lo menos tres años, en rigor hace 4 o 5.

Si los capitales han tenido ya tres o cuatro escapadas, es porque ha llegado el momento en que se ha hecho sensible para todo el mundo merced a sus efectos sobre la economía, la mala



posición del franco. Si la situación política y social ha tomado los caracteres que ha tomado, ¿ a que se debe principalmente sino a la agravación de la situación económica y principalmente del paro, fruto principal de una política monetaria obstinada y falsa por no haber sabido advertir a tiempo sus causas y sus consecuencias ?.

Ahora son cada día mas las inteligencias que en la vecina república se abren a la realidad y es muy sintomático de ello que figuras de primera fila, como M. Germain Martin, que ha sido acérrimo defensor desde el Ministerio de Hacienda de la política de mantenimiento del franco, se inclinen ante la realidad propagando un alineamiento del franco, aunque enmascarándolo con un mantenimiento nominal de su paridad, expediente vano. De todos modos, es demasiado tarde. El mecanismo puesto imprudentemente en acción ya no se puede detener y habrá de producir sus últimos efectos, que habrán de ser mas perjudiciales para el franco que lo hubiera sido una política discreta en su día, y que pueden muy fácilmente llegar a ser catastróficos para la moneda y para la vida de la vecina nación.

Lección profunda para quienes no quieren aceptar las realidades hasta que se ven anegados por sus tangibles consecuencias, demasiado tarde ya para prevenirlas y más para aprovecharlas.

Servicio de Estudios.

29 MAYO 1936



Alemania acaba de dar una nueva vuelta de tornillo a su sistema de control monetario. Desde que inició a mediados de 1931 este régimen sometiendo a prohibición la exportación de capitales, han pasado 5 años durante los cuales no ha cesado de acumular prohibiciones, formalidades, requisitos y reglamentaciones sobre todo lo que suponga circulación internacional de mercancías, viajeros, capitales y signos monetarios con una tendencia cada día más acentuada a la restricción. El que todavía considere necesario reformar esas reglamentaciones y prohibiciones demuestra claramente que no ha conseguido el objetivo de tanta legislación. Y difícilmente lo conseguirá, porque el punto de convergencia de todas esas medidas de control no es otro que la cesación de toda relación comercial y financiera con el exterior. No cabe duda que, si ese era el propósito, ha logrado alcanzarlo en gran medida, pero su consecución completa es imposible, porque un aislamiento absoluto equivaldría al total derrumbamiento de la economía alemana.

Claro que Alemania, siguiendo una trayectoria tan tradicional como irracional, va animada del ensueño imposible de extender sus exportaciones al mismo tiempo que restringe y limita exportaciones, en busca de un nivel forzado de su balance de pagos.

Para conseguir la activación de ese balance emplea dos recursos: los marcos depreciados de hecho que, utilizables total o parcialmente en ciertos pagos que se cree conveniente estimular por este medio, fomentan ciertas partidas del activo; las subvenciones a la exportación pagadas por la industria mediante un recargo sobre los precios de venta en el país. El primer medio crea una serie de posibilidades de agio a cuyo



busca se entregan los especuladores en lucha con la administración, y a ello obedece la floración de reglamentaciones y prohibiciones cada día más casuísticas para evitar el fraude, pero que con más eficacia ahogan al comercio de buena fe.

El dumping ha sido metódicamente organizado por Alemania con concesión de primas que llegan al 25 % para toda exportación que demuestren sus promotores que no puede hacerse en competencia con los precios del mercado mundial. Este sistema, aparte de la incitación que también ofrece a la corrupción, tiene el inconveniente de que para exportar hay que recargar los precios del consumo interior, lo cual determina un encarecimiento de la vida, es decir, aumento de los precios que no se refleja en mayores retribuciones para los productores nacionales sino en un regalo que se hace a los extranjeros compradores de productos alemanes, dándoles esos productos por menos dinero del que cuesta producirlos. Con ello resulta que los precios interiores han de aumentarse cada día más y se acrecienta el desnivel con los precios exteriores, que obliga a elevar más las primas de exportación, de donde elevación de los precios internos, y así indefinidamente.

El resultado es que, sin que el problema llegue a resolverse mediante este método ortopédico, cada día se hace más difícil salir de él, puesto que crece el desnivel que imposibilita la adaptación de la economía interna de Alemania a la economía mundial.

Esto explica el que, a pesar de un movimiento ya importante entre los economistas alemanes a cuya cabeza destaca un nombre tan prestigioso como el de Wagemann, y a pesar de la oposición creciente que dentro del propio partido nacional socialista encuentra el Dr. Schacht, propugnador y artífice del actual régimen, el sistema sigue con rigor acrecentado. Ya los alemanes que piensen salir al extranjero no podrán llevar más que 10 marcos, y eso con restricciones; esto equivaldría a una



prohibición formal de salir si no hubiera el recurso providencial de las bolsas negras, que encuentra todo el que necesita de ellas, salvo la policía.

A este propósito dice un comentarista francés ('): "Alemania muestra exactamente lo que no hay que hacer y en qué camino importa no adentrarse. Ha puesto en marcha en el dominio monetario el régimen de cuartel, opuesto al régimen de libertad de cambios, de libertad de transacciones y de libertad simplemente".

Todos estos arbitristismos nacen de la esperanza ilusoria de lograr eludir a fuerza de ingenio el cumplimiento de las leyes económicas, que no serían leyes si tan fácilmente se dejaran burlar.

Servicio de Estudios.

---

(') R.S. en "L'Information" del 28 de Mayo.

- 5 JUN. 1936



Habiéndose omitido en nuestra Crónica de la semana pasada, por inadvertencia al mecanografiar, los párrafos que se citaban de un informe anterior y que eran complementarios de lo que allí se decía, lo reproducimos a continuación con lo allí omitido, aunque prescindiendo del gráfico ya conocido.

En nuestro estudio acerca de la posición del franco presentado a la Administración del Banco con ocasión de la devaluación del dólar en abril de 1933, hacíamos el estudio de las paridades económicas entre el franco, el dólar y la libra en relación con los cambios que regían entre estas dos últimas monedas y la primera. Las reservas del Banco de Francia se hallaban a la sazón intactas y casi en su punto más elevado: no obstante, y basándonos principalmente en la sobrevaluación del franco que las cifras acusaban y en la crisis económica que comenzaba a apuntar seriamente, previmos que sería muy difícil que el franco resistiera a las fuerzas que le impulsaban fuera del patrón oro o por lo menos fuera de su equivalencia actual con el oro.

Han pasado tres años y en el momento en que la exactitud de esa previsión es ahora patente, resulta interesante recapitular el estado de sobrevaluación del franco con respecto a las dos grandes monedas desde 1931 hasta la fecha, y apreciar cuál es la situación actual, de la cual depende en gran parte el desenlace de la aguda crisis presente. Para hacerlos más visibles, hemos resumido los datos obtenidos en el adjunto gráfico. Se han calculado, mes por mes, las paridades económicas dividiendo los índices de precios Fisher (base 1928) de Francia por los de Norteamérica e Inglaterra respectivamente. Después se han dividido esas paridades por los cambios medios de las respectivas monedas en los meses respectivos, con lo cual se han obtenido cifras que representarían, según la hipótesis de Cassel, el grado de sobrevaluación de las monedas que se ha producido desde 1928 en que las tres monedas estaban sobre la base oro. Claro que para que estas cifras fuesen aceptables, aun dentro de la hipótesis casselina, sería ne-



nocter admitir que en dicha época base franco, la libra y dólar se hallaban en equilibrio en sus poderes de adquisición relativos.

Ahora bien, el franco se estabilizó a un tipo en que resultaba considerablemente subvaluado y hay motivos para creer que esa subvaluación, que hizo indemne a Francia contra la crisis mundial durante bastante tiempo en que los demás países gemían ya bajo sus efectos, si bien se había liquidado en parte, subsistía en cierto grado que sería el que vendría a explicar el retardo con que se inició en Francia la tendencia de baja coyuntura. Es muy verosímil que para apreciar el verdadero grado de subvaluación del franco tendríamos que restar por lo menos de esas cifras el 15 % en que, al producirse la caída de la libra (septiembre de 1931), aparece subvaluado con respecto a dicha moneda. Así y todo, la subvaluación durante el período de 1932-34 alcanzaría cifras superiores a un 40 %, que el dólar también ha llegado a rozar aunque con menos persistencia, pues la política de alza de precios que en América se ha seguido ha vuelto a reducir la subvaluación del dólar con respecto al franco.

A partir de fines del año próximo pasado la subvaluación del franco vuelve a aumentar como consecuencia del alza de precios en francos. De todos modos la situación ha mejorado algo y había mejorado mucho durante el curso de 1935. ¿Cómo es que a pesar de esto, la situación del franco ha empeorado visiblemente?

Este fenómeno nos da una lección de cómo los factores económicos básicos son los dominantes e imperan a la larga imprimiendo su tendencia a la evolución económica, mucho antes de que sus efectos aparentes se manifiesten. Cuando éstos aparecen, el vulgo, para explicarlos, recurre a factores llamados psicológicos, políticos, etc., a factores extra-económicos en suma, sin advertir que tales factores adjetivos no son más que la floración de la planta cuyo embrión preexistía en los factores económicos notorios desde mucho antes.



Así en este caso la sobrevaluación del franco era un fuerte factor de debilitación de la economía francesa que a la larga tenía que producir su efecto letal, por encima de aquella al parecer boyante situación de alta posición técnica de la moneda. Esta posición se pudo mantener sin grave quebranto en los tiempos que siguieron a la devaluación de la libra y del dólar, porque la huida de esas monedas que se produjo en los primeros momentos saldaron el déficit comercial que la sobrevaluación tendía a producir y que, en otras circunstancias, hubiera determinado un drenaje lento y continuo de las reservas del Banco de Francia. Con una moneda no sobrevaluada, aquella afluencia de capitales hubiera causado nuevos aumentos del stock de oro como ha ocurrido en la Gran Bretaña y en Norteamérica a raíz de la devaluación y como ocurrió en la propia Francia mientras esa afluencia de capitales no coincidía con la existencia de una sobrevaluación.

Lo que sucedía, pues, es que una salida virtual de oro por déficit del balance de mercancías y servicios era compensada por una entrada virtual de oro por superávit del balance de capitales. ¿Quiere decir esto que la economía francesa se mantenía en equilibrio? Nada de eso.

La contracción de la parte activa de la reserva que suponía la salida virtual de oro por el déficit del balance comercial no se evitaba con ello. Lo único es que, en lugar de transferirse al exterior, el oro que formaba el substratum del poder de demanda no utilizado en el interior iba a acumularse en el mercado de capitales. Allí influía ciertamente en que el tipo de interés bajase o no subiese por lo menos, pero no tenía ello ninguna eficacia en el orden de mejora coyuntural, puesto que la depresión en el mercado comercial que suponía la contracción determinada por el déficit del balance de mercancías y servicios no creaba condiciones favorables a que esos recursos pudiesen ser utilizados en la expansión industrial, aun con tipos de interés bajos.



Ni eran estos siquiera todo lo bajos que debieran haber sido, porque el deterioro de la situación económica que se iba produciendo por la causa antes apuntada, determinaba un descenso de la capacidad tributaria del país, unida a necesidades crecientes de la Hacienda de naturaleza coyuntural (socorros de paro, obras públicas, subvenciones para el sostenimiento de los mercados interiores y exteriores, etc.), de tal suerte que el déficit del Erario iba en aumento y devoraba los recursos superabundantes que la llegada de capitales aportaba al mercado financiero. Francia, pues, se iba consumiendo a sí misma.

Decíamos en el Informe antes citado:

"Una posición de esta índole sólo es compatible con una afluencia de capital a Francia que enjugue provisionalmente el déficit que ha de resultar de la balanza comercial, aun teniendo en cuenta las partidas de servicios. Tan pronto se produjese una inversión de la corriente de capital, que obligara a mantener una balanza de pagos con superávit - superávit que habría de obtenerse en su mayor parte por la disminución de las importaciones y el aumento de las exportaciones - la situación se haría cada vez más violenta, pues no es posible que los productos vayan comercialmente desde donde cuestan más caros hacia donde cuestan más baratos. El saldo se tendría que obtener por exportación de oro. Técnica-mente ese oro, en cuanto representa capital flotante invertido, es decir, capital que circula especulativamente en la Banca y en la Bolsa en forma de disponibilidad, podría ser exportado sin gran daño para la economía francesa. Todo hace presumir que en las circunstancias presentes la mayoría de los capitales que han afluido a Francia están en esa forma, pero una vez iniciado un éxodo de oro, ¿sería fácil contener en esos límites las salidas de capitales? La experiencia de cómo suelen provocarse los pánicos financieros hace temer que no, y entonces se tendría que forzar también la exportación de productos usuales para saldar la demanda de divisas extranjeras. Ahora bien, para que la exportación de productos sea factible comercialmente bajo un régimen de patrón oro, es menester que los precios interiores, al menos los de los productos



de exportación, bajen lo necesario a fin de que, aun con la desventaja del cambio, resulte un margen suficiente para permitir el tráfico. Ello se ha de conseguir por una salida de oro, no ya de aquel oro que se halla en forma de disponibilidad fácilmente exportable, sino del que dentro del ciclo producción-consumo cumple una función circulante y ese oro habrá de salir en cantidad suficiente para provocar una baja de los precios que consienta corrientes comerciales de exportación de magnitud adecuada para saldar la balanza de pagos. Si este caso llegara a producirse, la crisis económica y financiera de Francia se acentuaría en términos dramáticos".

Ante esta situación dramática nos encontramos desde la primavera del año pasado, situación más dramática cada vez, pero que se empezó a acusar precisamente cuando la causa matriz -- la sobrevaluación del franco -- remitía. Pero los efectos estaban ya producidos, y nada podía detenerlos. Ahora la sobrevaluación tiende a acentuarse bajo los efectos de un alza de precios forzada antinatural en Francia, necesaria para que Francia se incorpore al movimiento de auge económico del mundo, pero completamente contradictoria en su política monetaria. Y no hay que esperar que esto encuentre lenitivo, porque la política que exige el futuro Gobierno de Francia es una política de gastos, de antideflación, de corrección de la coyuntura de crisis. Y eso ha de elevar los precios y ha de encarecer el dinero.

Y entre tanto sigue la salida del oro, y la huída de capitales, y aumenta la crisis financiera que presagiábamos como fatal. Efectos psicológicos y efectos políticos, dirán los partidarios de explicaciones superficiales, pero esos llamados efectos psicológicos y políticos estaban implícitos en la desconexión de factores económicos visible hace ya por lo menos tres años, en rigor hace cuatro o cinco.

Si los capitales han tenido ya tres o cuatro escapadas, porque ha llegado el momento en que se ha hecho sensible para todo el mundo merced a sus efectos sobre la economía, la mala



posición del franco. Si la situación política y social ha tomado los caracteres que ha tomado, ¿a qué se debe principalmente sino a la agravación de la situación económica y principalmente del paro, fruto principal de una política monetaria obstinada y falsa por no haber sabido advertir a tiempo sus causas y sus consecuencias?

Ahora son cada día más las inteligencias que en la vecina República se abren a la realidad y es muy sintomático de ello que figuras de primera fila, como M. Germain Martin, que ha sido acérrimo defensor desde el Ministerio de Hacienda de la política de mantenimiento del franco, se incline ante la realidad propugnando un alineamiento del franco, aunque enmascarándolo con un mantenimiento nominal de su paridad, expediente vano. De todos modos, es demasiado tarde. El mecanismo puesto imprudentemente en acción ya no se puede detener y habrá de producir sus últimos efectos, que habrán de ser más perjudiciales para el franco que lo hubiera sido una política discreta en su día, y que puede muy fácilmente llegar a ser catastrófica para la moneda y para la vida de la vecina nación.

Lección profunda para quienes no quieren aceptar las realidades hasta que se ven anegados por sus tangibles consecuencias, demasiado tarde ya para prevenirlas y más para aprovecharlas.

Servicio de Estudios.



Hemos procurado en estos Informes semanales ir destacando las etapas de la evolución de las ideas monetarias en el vecino país, cuya política económica tan directamente nos afecta. Últimamente hemos tenido que señalar el cambio de opinión del ex-Ministro de Hacienda M. Germain Martin. Pero las conversaciones en estos últimos tiempos se suceden vertiginosamente. La última y más sensacional es la del famoso economista Charles Rist, muy conocido en nuestro país. Sus artículos en "Le Petit Parisien", que transcribimos en las páginas siguientes ('), son bastante contundentes. Pide como inminentemente necesaria una devaluación del franco.

Comentando este artículo dice "Agence Economique et Financière": "Es deplorable ante todo que las opiniones autorizadas hayan esperado tanto tiempo para encontrar una tribuna tan resonante. Verdad es que tras las elecciones a nadie se niega el derecho de tener sobre el asunto ideas algo diferentes de aquellas en que cristalizaba la opinión oficial e incommovible de las personalidades que se creían las únicas capacitadas para expresar su punto de vista, quedando a cargo de la Prensa el exponerlo de modo conminatorio y definitivo".

Hay en este párrafo una queja tardía de que este problema tan fundamental para la economía y la prosperidad del país no se haya discutido antes ampliamente y hayan aportado su autoridad las grandes figuras de la economía. Pero, ¿quién era el que en el vecino país quería oír una voz discordante en el concierto acorde de voces que pedían la intangibilidad del franco sin querer atender a razones? Las sociedades más democráticas tienen también sus tabús y ejercen su censura para los consejos que no les parecen agradables. De esto podría decir

---

(') Véanse en las páginas 3 y siguientes.



algo M. Paul Reynand, que fué hace más de dos años - ya algo tardíamente - la figura política de primera fila que osó primero sostener la opinión heterodoxa. Los pueblos, como los niños, no quieren oír el consejo ingrato y hace falta un poco de valor para decírselo. En los políticos ese valor, que se suele pagar con el ostracismo, es raro. Aunque más tarde los pueblos, como los niños, tengan que deplorar que no se les diese el buen consejo a tiempo, el consejo que no quisieron escuchar.

Por lo demás, no son las tribunas públicas lo que han debido faltar a hombres de la autoridad de M. Rist para decir en buena sazón su parecer, si es que éste era favorable a una devaluación del franco. Las razones que ahora alega no son de ahora ninguna de ellas. La disminución de renta de Francia no es un hecho que se ha producido súbitamente en este último mes, sino a través de 3 ó 4 años de crisis y a impulsos en gran parte de las medidas para sostener el franco. La pertinacia de la crisis francesa mientras se había atenuado o trocado en recuperación en los países anglosajones, hace tiempo que fué señalada. El encarecimiento del precio del dinero en el mercado francés es cosa vieja. La caída de la libra y del dólar, no digamos. Y en cuanto a la disparidad de poderes adquisitivos entre el franco y las monedas anglosajonas, ha sido mayor en los años pasados que en la actualidad, como hemos demostrado en una Crónica reciente. El único hecho nuevo es que, como consecuencia de la victoria electoral de las izquierdas, no hay más remedio que renunciar a la deflación y pechar con una política totalmente inversa. Pero que esto debería por suceder era cosa bastante previsible para toda persona medianamente documentada: una política de deflación tiende a agudizar las crisis, y el recrudecimiento del malestar determina fatalmente el desplazamiento de la opinión pública hacia extremos inquietantes. Todo esto o era sabido o presumible para quien examinara objetiva y desapasionadamente la situación del problema hace 3 ó 4 años.



Aunque Rist haya sido parco durante todo ese tiempo en desvelar su pensamiento, no ha dejado de traslucirlo lo suficiente para que sepamos que no era precisamente el que ahora expone. En una interview de hace dos años justamente decía lo que sigue ('), contestando a una pregunta sobre si Francia devaluaría:

"La devaluación del franco no haría más que provocar una nueva depreciación y ello no ayudaría al pueblo francés a resolver sus dificultades. La salvación de las industrias francesas de exportación no está en la devaluación, sino en reducir los costes de producción mediante una reorganización".

Había en este parecer un evidente error de apreciación de las posibilidades de deflación y de adaptación de la industria francesa y del país todo al nuevo nivel de precios del mundo. Pero se explica que, al evidenciarse que lejos de poder aspirar a una reducción de costes, los costes van a subir notablemente, Rist cambie de parecer. Lo que ya no es nada lógico es que antes creyera que la devaluación traería una nueva depreciación y no resolvería nada, y ahora opine escuetamente que la devaluación no traerá un alza de precios. Porque si hay un momento en que la devaluación ha de traer con toda probabilidad esa alza es en este instante, no como consecuencia de la devaluación misma, sino por el aumento que van a experimentar fatalmente los jornales, los sueldos, los tributos y con ellos los costes. Precisamente por eso es más urgente la devaluación, porque si ese aumento de costes no fuese acompañado de una posibilidad de elevar proporcionalmente los precios nominales, el colapso de la economía sería fatal.

La devaluación practicada cuando la situación social era todavía tranquila y no tan sólo no había demandas de mayores retribuciones, sino que consentía ensayos de tipo deflacionista como el de Laval, no hubiera comportado necesariamente alza de

---

(') Véase nuestro Informe semanal de 14 de Junio de 1934, pág.6.



precios, y habría iniciado, como en Inglaterra y en Bélgica, la recuperación, merced a la cual y a las posibilidades de prudentes economías y buena ordenación financiera, el equilibrio presupuestario hubiera podido ser restablecido sin gran esfuerzo.

La situación ahora es mucho más desfavorable. Mientras las condiciones de la producción francesa no se estabilicen y se sepa con certeza cuáles van a ser los nuevos costes, no hay posibilidad de establecer ni siquiera aproximadamente el grado de devaluación que necesitará el franco. La devaluación de la moneda en estos momentos servirá de pretexto para nuevas demandas obreras, pues si suben los precios, como han de subir, los obreros no lo atribuirán a sus reivindicaciones, sino a la devaluación practicada. Y en abono de esa tesis podrán espigar abundantemente <sup>en</sup> toda la literatura pseudoeconómica de los que extremaban la amenaza de un alza de precios en cuanto se realizase la devaluación, como argumento Aquiles para oponerse a ella. Tampoco puede Francia esperar ahora que a seguida de la devaluación se produzca una fuerte repatriación de capitales como ocurrió en Inglaterra, en Norteamérica, en Bélgica y en otros países. Allí la huida de capital era causada principalmente por el temor de la devaluación y, una vez pasada ésta, el capital tenía interés en retornar para realizar el beneficio que comportaba el valor más bajo de la moneda nacional en divisas extranjeras. En Francia ha venido a introducirse un nuevo factor: el de la incertidumbre de la nueva política social del Frente popular, y es probable que los capitalistas que expatriaron sus capitales, aunque juzgasen alejado prácticamente el peligro de nuevas devaluaciones, procuren esperar a conocer cuál va a ser el resultado del ensayo de Blum y sus posibles derivaciones al menos en la primera etapa.

Francia, con haber esperado tanto tiempo a reconocer que la devaluación era indispensable, se ha encerrado probablemente en una situación sin salida, dejando llegar el momento en que la devaluación, siendo inaplazable, se tenga que realizar



en condiciones difíciles en enorme grado y sin esperanza de derivar de ella los beneficios que podía esperar antes y que otros países han obtenido. El deber de sus economistas era haber visto esto a tiempo y haberlo prevenido en sazón oportuna. Ni en Economía ni en Meteorología es fácil hacer pronósticos, pero una ciencia que aspire a algo más que ser una elucubración teórica sin trascendencia práctica, debe explorar las realidades y advertir sus posibilidades de solución cuando todavía es tiempo de conjurar su sino adverso mediante una política adecuada. Otra cosa es hacer el papel de los zahorís que anuncian lluvia cuando ven caer agua del cielo.

En Francia se da el caso curioso de que se es devaluacionista mas que en la oposición. El mismo Blum, al que no le han faltado en diversas ocasiones veleidades de devaluador, ahora desde el Gobierno se declara mantenedor del franco, aunque al mismo tiempo sea abogado de una política completamente contradictoria con esa finalidad. Por otra parte, los comunistas se han declarado, los primeros, ardientes partidarios de la intangibilidad de esa cosa tan burguesa que es la moneda, aunque esta opinión podría encerrar, a juicio de los ingleses, cierto maquiavelismo partidista. De todos modos, no dejará de influir fuertemente en la orientación monetaria de su aliado el jefe del Gobierno.

En estas condiciones, ¿qué va a pasar con el franco?

Una cosa es evidente: que su valor actual no se puede ya mantener de hecho mucho tiempo. Si el libre juego del patrón oro prosiguiera, aun con las restricciones oficiosamente impuestas hasta hoy, las pérdidas de oro se intensificarían de tal modo que se crearía una situación económica interna sumamente crítica. La suspensión efectiva del patrón oro es de esperar en plazo breve y con ella la depreciación de hecho de la moneda. No queda más opción que entre la devaluación o el control de cambios.



En la situación actual de Francia la devaluación fijando una nueva paridad es difícil de hacer con acierto sin saber antes la influencia cierta que sobre los costes futuros de producción van a ejercer las nuevas condiciones de trabajo y sin que éstas sean objeto de un acuerdo duradero. Parece que la solución más discreta sería la que viene a sugerir Rist: un período de inestabilidad del franco hasta desembocar en un período de estabilidad social e industrial que permitiera estabilizar la moneda sobre una base algo positiva quizás entonces en conexión con la libra y el dólar mediante un acuerdo internacional.

Mas tal como se van situando los términos de la cuestión, tememos que no sea ésta la solución de más probabilidades. Estas se orientan más bien hacia un sistema de restricción de cambios en que se comenzará, como siempre, por pretender atajar la huída de capitales mediante medidas al parecer poco peligrosas para la libertad comercial, pero en que se caminará fatalmente, como siempre también, hacia un estricto control que mantenga aparentemente el valor del franco, al estilo del del marco, no obstante su depreciación real.

Asistiremos quizás al curioso espectáculo de dos países que, con experimentos económicos realizados desde puntos de vista diametralmente opuestos al parecer, llegan al mismo resultado de intervencionismo económico. Sólo que la psicología de ambos pueblos es muy diferente y hay que esperar reacciones distintas.

Las experiencias combinadas de capitalismo y socialismo no cuentan con muchos éxitos en el mundo, y ésta que ahora emprende Francia lleva desde su nacimiento clavada en el talón la espina emponzoñada de una política monetaria contumazmente errónea, que la hará cojear desde sus primeros pasos.

Servicio de Estudios.

12 JUN. 1936



## C R Ó N I C A   S E M A N A L .

En diversas ocasiones nos hemos ocupado en estas Crónicas del sistema de mercado libre como medio de regulación del mercado monetario, sistema que limitado antes de la guerra a los países anglosajones, tiende actualmente a extenderse cada vez más en el Continente. Su superioridad sobre el sistema clásico de variación del tipo de descuento es indudable si se mira desde el punto de vista de su inmediata eficacia sobre el mercado financiero. También hay que considerarlo como más racional en cuanto actúa sobre las causas - aprovisionamiento de fondos en **el mercado** - en vez de actuar tan sólo sobre los efectos - el tipo de interés - cuya repercusión en el mercado ha de ser necesariamente más lenta.

Teóricamente ambos medios debieran ser equivalentes por cuanto un descenso, por ejemplo, del interés fijado por el Banco para sus descuentos debiera producir una demanda mayor de fondos y determinar una extensión de la circulación fiduciaria y, por consiguiente, un aumento de disponibilidades en el mercado. Inversamente, si se aumenta la masa circulante de dinero en el mercado por la compra de efectos se ha de producir una baja de los tipos de interés.

Pero las cosas pueden resultar muy distintas en la práctica según que se emplee uno u otro sistema. La variación frecuente de los tipos de interés tiene muchos inconvenientes de fondo y de forma; los primeros desde el punto de vista de la economía de los negocios; los segundos desde el punto de vista administrativo. Y en cambio su acción efectiva puede resultar muy lenta. Una elevación del tipo de interés con el fin de crear una restricción financiera, como ha sido necesaria últimamente con frecuencia en los países de patrón oro cuando se ha



manifestado presión sobre sus monedas, puede suplirse por una venta de valores en cartera que sustraiga fondos de la circulación. La acción de restricción sobre el mercado es más rápida, pues la elevación del tipo de descuento tiene que esperar en todo caso a que vayan venciendo las operaciones en curso y confiar en que el encarecimiento de ellas induzca a no renovarlas o disminuya el ritmo de los nuevos descuentos. Al mismo tiempo puede desarrollarse sin tocar el tipo de descuento, pues si bien en el período necesario para que la contracción circulatoria se perciba en el mercado, se ha de producir un encarecimiento de los tipos privados, la repercusión es algo lenta a causa de la inercia, y el tipo oficial sólo será necesario modificarlo cuando se advierta una diferencia grande entre los tipos privados y oficiales que determine una tensión excesiva sobre los descuentos, lo cual rara vez llegará, pues el Banco suele tener medios de restringir las operaciones de descuento cuando las juzga excesivas sin apelar a una elevación del interés.

Claro que no todo son ventajas en el sistema. Ocurre con esto como con los medicamentos muy activos; su misma eficacia los hace más peligrosos y obliga a ser más cauto en su administración. Por esto sin duda el sistema ha sido mirado con desconfianza y parecía reservado a países de tan gran experiencia financiera y bancaria como los anglosajones. Sólo bajo los efectos de necesidades apremiantes y de las experiencias de la actual crisis ha ido haciendo su camino en la Europa continental. Por cierto en condiciones que no son las más favorables para el mejor éxito de esa política. Los países que tienden a adoptarlo son aquellos que tienen su moneda en equilibrio inestable o en estado de apuntalamiento. Y tienden a adoptarlo precisamente porque las incidencias del estado de equilibrio inestable de sus monedas han venido a crear dificultades en su mercado financiero, dificultades nacidas a la vez de una gran inestabilidad y de una extrema restricción que, en-



careciendo el alquiler del capital, se ha presentado como un serio obstáculo para la reposición de sus economías y el reajuste de sus finanzas públicas. El contraste entre la recuperación económica de los países de tipo de interés bajo y el estado de persistente crisis de los demás ha hecho resaltar más la importancia de la cuestión.

Pero los que esperan una mejora en las dificultades del mercado del dinero por la introducción del sistema de mercado libre pecan sin duda de un simplismo excesivo, porque la verdad es que aquellas dificultades obedecen a un complejo de causas en que la modificación de un solo factor, lejos de traer el equilibrio general, puede acarrear un desequilibrio mayor y con ello nuevos problemas.

Consideremos el caso de Holanda a cuyo propósito hacemos estas reflexiones ('). Holanda padece, como todos los países del bloque oro, una gran restricción en su mercado financiero, tipos de interés demasiado elevados para que la recuperación económica se inicie. La concesión al Banco de Holanda de la facultad de regular el mercado mediante la compra de efectos en el mercado puede ser un medio de hacer bajar el precio del dinero. Pero si las condiciones actuales de crisis periódicas del florín siguen, ¿cómo se podrá compaginar esto con la política de expansión monetaria y bajos tipos de interés? Hasta ahora Holanda se ha defendido de esas crisis mediante la elevación del tipo de descuento y medidas de restricción monetaria. Si después de hacer grandes compras de efectos privados y públicos para aumentar la holgura del mercado financiero, llegada una crisis monetaria hace ventas masivas de su cartera para contener la hemorragia, no conseguirá con esa política sino aumentar la magnitud de los vaivenes en el mercado del dinero,

---

(') Véase en la página 11 un resumen de las reformas propuestas en el Estatuto del Banco de Holanda.



con grave riesgo de provocar una crisis aguda.

Si se quiere evitar esto la política financiera que se ha de seguir es la de practicar continuamente compras que vayan aumentando la cartera del Banco hasta tanto que las condiciones financieras sufran un cambio. Pero entonces ¿qué recurso queda para contener las crisis monetarias que periódicamente se producen a cualquier incidencia y que obedecen vertebralmente a un desequilibrio monetario persistente? La consecuencia fatal de esto sería el que la garantía oro de la emisión fiduciaria viniese a quedar reemplazada progresivamente por un respaldo de efectos comerciales y principalmente de fondos públicos, de que sería cada vez más difícil deshacerse en el mercado sin provocar un desastre financiero y económico.

No parece que la reforma que ahora se propone en el Banco de Holanda y que no tendrá en todo caso efectividad hasta el año próximo, esté concebida para urgencias del momento. Más bien parece una preparación de futuras actuaciones para las cuales se considera conveniente pertrecharse previsoramente. El sistema se liga mal con la persistencia de la actual política monetaria de Holanda y parece pensado más bien con miras a un cambio de política, que parece inminente de un modo o de otro, devaluando el florín, en favor de cuya medida hay cada día una corriente de opinión más fuerte en los medios económicos y financieros de los Países Bajos.

Servicio de Estudios.

19 JUN. 1936



## C r ó n i c a   s e m a n a l .

---

El nuevo experimento francés - no obstante su evidente predestinación al fracaso - va a ocupar todavía durante algunos meses la atención preferente de los economistas, porque realmente constituye un caso singularísimo, por lo menos en sus comienzos, aunque fatalmente haya de derivar en plazo breve hacia una de las soluciones ya conocidas y juzgadas por la experiencia.

Según la exposición de sus proyectos que ha hecho el Ministro de Hacienda francés, el objetivo de sus planes es el mismo que tenían los de sus anteriores: sacar a la economía francesa de su marasmo provocando la recuperación económica.

La política para conseguirlo girará también sobre el pivote común del mantenimiento del valor del franco. En lo demás será completamente opuesta. Lo demás es la política presupuestaria y de salarios. Tendía la seguida hasta ahora a producir una contracción de los gastos y desembolsos del Tesoro y una compresión de los costes que reajustara el presupuesto liquidando su déficit y que alineara los precios franceses con los precios mundiales. A esta política que el nuevo Ministro de Hacienda declara fracasada se va a sustituir la de reflación, que consiste en procurar el lanzamiento de la economía por medio del aumento de las retribuciones y el aumento de los gastos, tanto en retribución de personal como en obras nuevas; en una palabra, incrementando el poder de compra.

Para conseguirlo, el Ministro de Hacienda francés confía en la gran masa de capital atesorado o situado en el extranjero, el cual acudirá a llenar los déficits que tal política habrá de producir en las arcas del Erario, y a abastecer el mercado financiero en forma tal que, aun después de satisfacer las demandas pú-



blicas y las de la producción, dejará excedentes sobrados en el mercado para mantener tipos de interés bastante bajos que no sean un obstáculo a la recuperación económica.

Con ser tan opuestos los caminos, la cuestión fundamental es la misma. ¿Se aumentará o no de una manera persistente la demanda de la gran masa del país? Aumentar o disminuir la retribución o renta global en dinero no quiere decir aumentar o disminuir en **igual** medida la capacidad de compra de la población. Disminuyendo el valor de las retribuciones cabe aumentar el poder de compra si los precios de las cosas, el coste de la vida, disminuye en **mayor** proporción. Aumentando la renta total, cabe disminuir el poder de compra si los precios suben en superior medida. Si en Francia los precios subieran en un 35 % que es lo que ha aumentado el coste de la mano de obra, según ciertos cálculos, la capacidad de compra resultaría disminuida porque el aumento monetario de los salarios no alcanza en promedio más que a un 11 o 12 %. El resto de aumento del coste de la mano de obra no es debido a elevación real de los salarios, sino a disminución de la jornada, vacaciones pagadas, etc. Si tal ocurriera, la capacidad de demanda de los trabajadores resultaría mermada en más de un 20 %, lo cual se reflejaría en una mayor depresión de la economía nacional y en aumento del paro.

Mas para que esto no ocurra en un plazo más o menos breve es menester que ese aumento de coste pueda ser absorbido de alguna manera: 1º, por disminución de los beneficios de los industriales y comerciantes; 2º, por una racionalización mayor de la producción que consienta economizar en el capítulo mano de obra no obstante su mayor coste unitario; 3º, por un incremento de la producción que permita repartir los gastos generales sobre un volumen mayor de productos sin aumentar en la misma proporción el coste



general; 4º, por un alivio de las cargas públicas.

El primer medio no parece que tenga a la larga grandes posibilidades, pues en período de crisis como el que arrastra Francia hace ya varios años los márgenes de lucro no suelen ser muy grandes. Claro que cabe que las industrias trabajen sin obtener de sus capitales invertidos el rendimiento normal, pero en estas condiciones no serán muy grandes las nuevas inversiones, de que depende primordialmente el movimiento ascendente de una economía. El dilema que se plantea aquí es el siguiente: o se conservan márgenes de lucro suficientes, o la economía se contrae hasta que la merma de la producción en relación con la demanda determine un alza de precios suficiente para que la producción - cuenta hecha de todos sus riesgos - resulte remuneradora. Si la demanda ha de aumentar, como espera el Gobierno francés, como resultado de sus medidas económicas, no hay que pensar en que los beneficios comerciales e industriales se reduzcan, lo cual sólo sucede cuando hay insuficiencia de demanda que obliga a limitar los precios al mínimo indispensable.

Una nacionalización mayor de la producción, aparte de que exigiría remozamientos del capital que no son fáciles en tanto el mercado financiero no ofrezca mejores perspectivas, tendría el inconveniente de incrementar el paro técnico a menos de un considerable aumento de demanda, que no es de esperar por el momento, por lo cual tampoco se puede confiar en que el incremento de la producción ayude a compensar el aumento de gastos de la mano de obra. Dicho está que si ese aumento de producción se obtuviera por mayor rendimiento del obrero sin necesidad de supercapitalizar más la industria, ello tendría la ventaja de que el obrero no perdería la porción del producto que se ha de destinar para servicio del capital (amortización e interés), pero el problema por lo demás no cambiaría su esencia, oscilando entre un aumento de coste o un au-



mento de paro. De un modo o de otro la capacidad global de compra no se incrementa.

Y en cuanto a un alivio de las cargas públicas, aunque el Gobierno socialista las promete mediante una reforma tributaria simplificadora, es muy dudoso que, suponiendo que se haga acertadamente, se aproveche para aportar alivio a los contribuyentes y no para reforzar los ingresos, de lo que la Hacienda francesa se encontrará cada día más necesitada dados los nuevos planes de expansión en los gastos.

Tanto en el caso de la deflación como en el de la reflación se corre el peligro inminente de que al correr tras el aumento de precios el poder de demanda se quede atrás, máxime cuando no es seguro que todo el aumento del poder de demanda vaya a constituir demanda efectiva, sino que una cierta parte queda atesorada, y cuando el país tiene abierta en el costado esa sangría suelta que resulta del desnivel de precios, que se verá aumentado por la elevación de precios interiores.

Esto último no podrá prolongarse, pese al buen deseo del gobierno francés. De un modo o de otro evolucionará hacia algún sistema que cierre la hemorragia, pero si esa solución es como parece la seguida por Alemania e Italia de crear restricciones comerciales y financieras, la situación económica no hará más que empeorar incesantemente. El experimento parece, pues, que no puede durar.

Servicio de Estudios.

26 JUN. 1936



## C r ó n i c a      s e m a n a l .

---

Entre la apresurada presentación de proyectos de ley que el gobierno francés está haciendo para cumplir su programa económico y financiero, hay uno que se propone dar un nuevo golpe en la cuestión de los trigos, que de tantas tentativas infructuosas ha sido ya objeto. La nueva tentativa nace bajo mejores auspicios, pues el precio efectivo del trigo se ha elevado en el vecino país de una manera notable en el curso del último año pasando de 50 francos al doble de esa cifra en la actualidad. Sin duda la última ley dada por Flandin recogerá una buena parte de la gloria de este resultado, como el último médico es el que recoge la gloria de la cura del enfermo, pero aquí el verdadero médico ha sido la Naturaleza que ha producido una cosecha muy escasa, gracias a lo cual se corregirán los errores de la política intervencionista del mercado.

El proyecto que ahora se va a discutir no tiene por objeto tanto la elevación del precio del trigo como su mantenimiento sin grandes fluctuaciones, pues el precio actual no puede considerarse muy desajustado, ya que alcanza respecto a 1913 un coeficiente poco inferior al de devaluación del franco. Para conseguirlo se crea una Oficina del trigo que será un organismo interventor destinado a sustraer por completo al mercado libre el comercio del trigo. La característica más importante de la nueva ley en proyecto es el intercalar entre cultivadores y molturadores del trigo a las cooperativas cuya intervención será obligatoria. A ellas deberá vender el cultivador y a ellas habrá de comprar el molturador al precio fijado. Teóricamente desaparecen por completo la especulación a plazo y el comercio libre. Únicamente quedan sustraídos a la intervención de las cooperativas los trigos que se denominan de consumo familiar y que se limitan a 3 quintales por año y persona y



que sólo podrán utilizar los productores de menos de 100 quintales anuales.

Además; los productores de mayores cantidades no podrán vender su trigo sino escalonadamente, aunque con derecho a la obtención de un anticipo sobre el valor del trigo, lo mismo que los pequeños productores que prefieran esperar. La parte más interesante del sistema consiste precisamente en la movilización crediticia del valor de la cosecha, que se verificará mediante efectos emitidos por las Cooperativas, los cuales con el aval de la Oficina del trigo serán descontados por las Cajas de Crédito agrícola y en definitiva por el Banco de Francia.

La Oficina será por lo demás un centro interventor de todo lo que se relaciona con la producción, comercio y consumo del trigo y desde luego, como acabamos de ver, del crédito sobre el trigo. Además, absorberá los excedentes mediante una especie de impuesto progresivo en especie sobre los grandes productores, impuesto que, favoreciendo al pequeño productor, está destinado a oponerse a la superproducción.

Tal es en grandes líneas el nuevo proyecto para resolver el problema del trigo en Francia. ¿Tendrá más éxito que los anteriores? Desde luego representa un paso importante en la sumisión de este sector importante de la producción agrícola a un control riguroso. Y su éxito sería seguro si fuese posible poner puertas al campo. La falta general de todos estos sistemas consiste en que, al querer imponer un precio artificialmente elevado al trigo se estimula su producción con respecto a los demás frutos no tasados y ese exceso de producción, que fatalmente se infiltra de un modo o de otro en el sistema, acaba por falsearlo instituyendo un precio real distinto del oficial y que termina por imponerse a éste. Las



precauciones contra ello son mayores en el sistema que ahora se propone que en los anteriores, pero para hacer efectivo su funcionamiento todavía será menester apretar más las limitaciones, intervenciones y fiscalizaciones, lo cual equivale a que si el sistema llega a hacerse eficaz será a expensas de resultar insoportable aun para los mismos que trata de favorecer. Estos sistemas de intervención suelen tener la consecuencia de que sin beneficio apreciable para el productor a la larga, causan un encarecimiento del producto para el consumidor. Y este producto es uno de los que tienen un papel importante para el coste de la vida de las clases humildes.

Servicio de Estudios.

- 3 JUL. 1936



## C r ó n i c a   s e m a n a l .

Los estudios relativos al poder de compra van adquiriendo mayor importancia de día en día e influyendo más poderosamente la política económica de los países, aunque no pueda decirse que se haya llegado de modo general a concretar una teoría racional del poder adquisitivo, que se halla todavía en elaboración.

Ha determinado el que la atención de los economistas se orientase en esa dirección el hecho, más manifiesto en los últimos tiempos que en cualesquiera otros, de que el malestar económico, el paro, la depresión de los negocios, no son el resultado de la escasa producción, sino antes bien proceden de la excesiva abundancia de mercancías que no hallan salida, hasta el punto de ser muy común la idea de que el excesivo maquinismo, el gran aumento de capacidad de producción, son, por paradójico que parezca, motivo importante de esta ruina que padecemos, de esa sobra de productos y de brazos e inteligencias que los produzcan.

Mas, por otra parte, es también notorio que no todas las necesidades, ni mucho menos, se hallan satisfechas, que si hay un malestar del organismo económico nacido de que no se puede vender cuanto se produce, el malestar más básico y profundo, el que envenena más la vida social es que no todos tienen lo que necesitan o aquello a que aspiran como posible y cuya carencia no nace al parecer de que las cosas materiales que puedan satisfacer esas necesidades y aspiraciones falten, sino de que lleguen a quienes las desean, naturalmente que pagándolas a un precio remunerador que permita al productor seguir produciéndolas, pues de cesar la producción sobrevendría el paro y con ello la agravación del problema que tenemos planteado.

De aquí es racional concluir que lo que hace falta es



favorecer el consumo dando a los consumidores potenciales el poder de demanda necesario para convertirlos en consumidores efectivos; lo que es menester es incrementar el poder de compra, porque comprando más los consumidores es como crece la demanda, los precios se hacen remuneradores y se estimula el empleo de trabajo en producir más mercancías.

Cuando de estas ideas generales que todos podemos admitir fácilmente se pasa a su aplicación en la realidad, es cuando empiezan las dificultades y la división de pareceres.

Hay dos medios de favorecer la potencia adquisitiva de los consumidores: 1º, el de reducir los precios, que es el procedimiento clásico de combatir la carestía de la vida; 2º, el de aumentar los recursos de los consumidores. Claro que si simultáneamente se lograran ambas cosas sería miel sobre hojuelas. Pero la dificultad mayor dimana precisamente de una aparente incompatibilidad de ambos métodos, no sólo de la incompatibilidad sino de que en un caso como en otro la variación de los precios y de la capacidad nominal de demanda tienden a alcanzarse y compensarse. No aumenta la capacidad de demanda si, al mismo tiempo que se reducen los precios y para reducirlos precisamente, hay que mermar los recursos disponibles de los consumidores. Es el escollo de lo que ahora se llama deflación. Tampoco aumenta el poder de compra cuando se incrementan los recursos de los compradores a expensas de encarecer en igual o mayor medida el coste de las cosas. He aquí el escollo de la inflación y de todos los métodos de tipo inflacionista.

Entre este Scila y Caribdis han de pasar todas las fórmulas ensayadas para resolver el problema y alternativamente van a estrellarse en uno u otro lado del angosto paso. Falta el mecanismo que permita mantener la equidistancia entre ambos escollos.



- III -

Si se disminuyen los precios sin disminuir los costes, todo va bien en tanto ello sea a expensas de aminorar los beneficios excesivos de los empresarios e intermediarios de la producción, que no destinarían al consumo todos sus ingresos excesivos. Sin embargo, cuando el paro subsiste en escala importante hay que reconocer, o que esos beneficios no son excesivos, o que, aun siéndolo, no constituyen un incentivo suficiente, puesto que, si lo fueran, la iniciativa industrial crearía nuevas empresas que, ocupando más gente, elevarían la capacidad de demanda y crearían nuevos estímulos a la producción. Si aquel incentivo se disminuye todavía por un menor margen entre precios y costes, la iniciativa industrial se emperieza y el paro tiende a incrementarse y, en consecuencia, a mermar la capacidad de demanda en vez de aumentarla.

El problema no es de tipo diferente cuando se sigue el método inverso de aumentar la capacidad adquisitiva de las clases que puede considerarse que consumirían más si dispusieran de mayores recursos. Si el aumento de esos recursos se puede lograr sin elevar los costes, simplemente mermando los lucros excesivos y parasitarios que no representan íntegramente consumo, la elevación de éste sería posible, pero en cuanto ello sea a expensas de emblandecer la competitividad industrial, en un plazo más o menos largo se traduce en menor ocupación y por lo tanto en menor poder de compra global.

Lo mismo cabe decir del sistema de multiplicar la ocupación y el poder de compra total reduciendo la jornada de trabajo sin disminuir la retribución, porque o se aumenta el rendimiento en proporción del mayor gasto de modo que el coste unitario no aumente, con lo cual la producción se eleva y resultará un exceso de brazos que habrá que despedir; o se eleva el coste unitario y en la misma proporción el precio de venta, con lo cual el poder



adquisitivo no crece, o en fin se merma el acicate para crear nuevas empresas, con lo cual pronto viene a disminuir la producción y la ocupación.

El problema es, pues, más difícil de lo que consideran soluciones tan simplistas. Los sistemas de deflación fracasan porque no consiguen reducir los costes en la proporción de los precios, debido a la resistencia hoy más eficaz que nunca que oponen los asalariados a ver reducidas sus retribuciones nominales. Los sistemas de inflación porque no logran aumentar el poder de demanda en la medida que se elevan los precios y la carestía de la vida. Uno y otro acaban en la necesidad de devaluar o depreciar la moneda para facilitar la solución de los desequilibrios que se producen, especialmente el desequilibrio entre precios de coste y de venta de cuya desarmonía resulta inmediatamente el paro.

Todo induce a creer que ni uno ni otro método son buenos y que, sin ahondar algo más en los términos del problema, éste no encontrará solución estable. Más racionales son las concepciones que miran hacia los fenómenos de capitalización como medio de modificar la capacidad de compra del mercado y de que haremos mención otro día.

Servicio de Estudios.

10 JUL 1936



adquisitivo no excesivo, o en fin se narra el estado para crear  
nuevas empresas, con lo cual pronto viene a disminuir la produ-  
ción y la ocupación.

El problema es, pues, más difícil de lo que consideramos  
soluciones tan simplistas. Los sistemas de deflación traccionan por-  
que no consiguen reducir los costes en la proporción de los pre-  
cios, debido a la resistencia hoy más eficaz que nunca que oponen  
los salarios a ver reducidos sus atribuciones nominales. Los  
sistemas de inflación porque no logran aumentar el poder de compra  
en la medida que se elevan los precios y la carestía de la vida,  
uno y otro acaban en la necesidad de devaluar o depreciar la mo-  
neda para facilitar la solución de los desequilibrios que se pro-  
ducen, especialmente el desequilibrio entre precios de coste y de  
venta de una mercancía resulta inmediatamente el paro.

Todo intento de crear una ni otro método con pueras  
y que sin abandonar algo más en los términos del problema, éste  
no encuentra solución estable. Más racionales son las soluciones  
que miran hacia los fenómenos de capitalización como medio de re-  
ducir la capacidad de producción y de que permitan re-  
ducir otros datos.

Servicio de Estudios

10 JUL 1938











