

**Bernácer Tormo, Germán, 1883-1965**

**Colección de crónicas del Boletín semanal : año  
1935 / Germán Bernácer Tormo.**

[Madrid] : Banco de España, Servicio de Estudios,  
1935.

Signatura: D 6459

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*



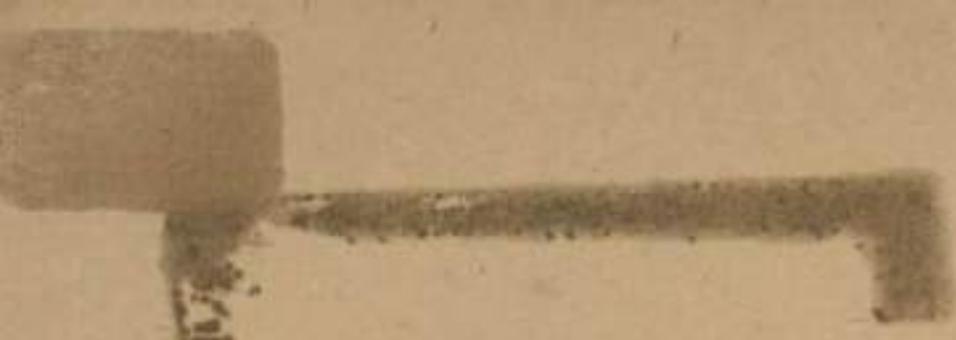
97<sup>o</sup> 75.

1935

D-6459



BANCO DE ESPAÑA  
SERVICIO DE ESTADÍSTICA  
EXTRAS  
00 NOV 1978  
DOCUMENTACIÓN  
BIBLIOTECA





1 000001 733913

D 6459

**Germán Bernácer Torro**

====

**COLECCION DE CRONICAS DEL BOLETIN SEMANAL.**

**A Ñ O 1 9 3 5**

++++

**BANCO DE ESPAÑA**  
**Servicio de Estudios**

----

Comisión de Estudios de Historia

CONSEJO DE ECONOMÍA Y FINANZAS

AÑO 1955

1111

Comisión de Estudios de Historia  
Servicio de Estudios

## Crónica semanal.

---

El año que acaba de terminar fué saludado en sus comienzos como el año en que iba a terminar la depresión e iniciarse una nueva era de prosperidad. Algunos signos autorizaban estos presagios optimistas. Hay que reconocer que ha respondido muy menguadamente a tan halagüeños augurios.

Cierto es que en una buena parte del mundo la onda descendente ha llegado a su punto más bajo y se acusa un incipiente movimiento ascendente, pero ni éste es general ni ha pasado de un estado embrionario allí donde se ha iniciado. En vez de seguir una marcha progresivamente ascendente, parece que vacila y tiende a paralizarse. Todo anuncia que el proceso de reposición será lento.

Una de las causas que influyen en esa lentitud es la particular resistencia que encuentra en algunos países a los cuales no sólo no se propaga el movimiento alcista, sino que, por el contrario, los índices industriales y comerciales siguen señalando un aumento de la depresión que no ha tocado todavía el fondo.

Estos países son principalmente los del bloque oro. Los del bloque esterlina son los que acusan hasta ahora un movimiento de reposición más sostenido, aunque tendiendo a retardarse. Los Estados Unidos revelan una marcha más vacilante, sostenida de vez en cuando artificialmente por la inyección de drogas heroicas, muchas veces de efectos contrapuestos y de cuya acción hay que esperar siempre alguna sorpresa. La China, que hasta ahora con su patrón plata había librado bastante bien los efectos más rudos de la crisis económica, ha empezado a percibir a su vez dificultades monetarias como consecuencia de la política de la plata adoptada por Norteamérica. Alemania, con su moneda anfibia, logra ir reconstituyendo su economía industrial, aunque tropezando con grandes dificultades finan-

cieras que la obligan a una política autárquica en extremo.

Todo ello crea dificultades al desarrollo de la fase favorable de la coyuntura, puesto que aminora la capacidad de compra de grandes sectores de la población del mundo, sin cuya cooperación el mercado mundial no puede desarrollarse. Por eso, hasta que la prosperidad se generalice, será muy difícil que el auge prospere aun en los países en que las circunstancias se muestran más propicias.

El mayor obstáculo para que la evolución favorable se cumpla es la enorme restricción comercial a que se ha llegado y que apenas guarda proporción con la observada en otras crisis. El período de depresión de la onda cíclica se ha caracterizado en todo tiempo por el crecimiento de las barreras aduaneras y la agudización del proteccionismo en sus varios aspectos. Es una reacción natural ante el exceso de productos sin salida, síntoma general de esa fase coyuntural. Los países que se encuentran con su mercado abarrotado de producciones propias que no pueden vender, admiten difícilmente que los productos extraños vengan a disputarles el consumidor nacional, y procuran dificultarle o impedirlo, sin darse mucha cuenta de que esta acción directa contra la importación extranjera, hiere indirectamente a la producción nacional que necesita de los mercados extranjeros, y ello independientemente de las medidas de represalia de los demás países, esto es, por el solo hecho de que los productos exportados sólo mediante importaciones recíprocas pueden ser pagados. Naturalmente, la política proteccionista no cura la superproducción, pero va asfixiando al comercio. Esto ha ocurrido en esta etapa cíclica en proporciones inauditas.

A ello ha contribuido la intensidad de la sacudida coyuntural. La onda de baja ha sido tan intensa, que todos los países se han sentido amenazados por la enorme caída de los precios, que agudizaba las aristas de su difícil situación.

económica, y han procurado defenderse contra ella compensando con derechos de entrada el bajo precio de los productos extranjeros, vendidos muchas veces por debajo del coste de los nacionales. Por otra parte, han tratado de sostener el valor de sus monedas amenazadas por el desnivel de la balanza de pagos a consecuencia del incremento de las importaciones y la baja de su exportación; esto ha dado lugar a restricciones del cambio, a contingencias y prohibiciones de importación, a tratados de compensación directa forzando el equilibrio de las balanzas bilaterales con desprecio del comercio triangular o plurilateral que suele tener una gran parte en la compensación de los saldos globales de las balanzas de pagos. De este modo se han estrechado de tal manera los canales del tráfico internacional que hoy ocupa un lugar tan grande en la mecánica económica, que la economía se halla aherrrojada y casi imposibilitada para el movimiento ascendente que se le pide. Y lo más grave es que, si la reapertura de las vías comerciales es esencial para la restauración económica, sin una inversión previa de la coyuntura será muy difícil que las barreras comerciales y monetarias se allanen, puesto que subsisten los mismos motivos que las han levantado. De este modo se viene a girar dentro de un círculo vicioso.

A causa de esto principalmente, y del espíritu de recelo que la rivalidad ha creado entre las naciones, los augurios para el nuevo año no pueden ser más optimistas. Es bastante probable que acaso sin sufrir retrocesos, de no venir a interponerse en la evolución económica algo inesperado, el movimiento de reposición se siga arrastrando perezosamente todavía mucho tiempo sin llegar a una decisión franca. Antes que la prosperidad vuelva, se habrá de decidir la suerte del patrón oro en los países que persisten en mantenerlo, pero esa suerte dependerá en gran parte del rumbo que tomen los experimentos económicos de Norteamérica.

Servicio de Estudios.

## C R O N I C A   S E M A N A L .

### El cambio de rumbo de Francia.

Durante la última semana ha ocurrido en Francia el hecho sensacional de haber sido sustituido el Gobernador de su Banco de emisión. Ello no tendría importancia si se tratase de un simple cambio de personas, pero todo autoriza a creer que el cambio va a tener alguna trascendencia en la marcha de la política financiera francesa.

M. Moret, el Gobernador saliente, ha sido quien al frente del Banco de Francia desempeñó un papel importante en la obra de estabilización del franco y quien ha logrado sostener, contra viento y marea y en circunstancias bastante difíciles, el franco enlazado al oro. Su política se ha caracterizado por la rigidez, por la restricción en el crédito, por una acción tenazmente deflacionista, es decir, por la aplicación de las reglas clásicas de lo que se llama una política monetaria sana, muy congruente con el propósito de evitar un posible traspies al franco.

Pero esta política es una dolorosa política. El proceso de deflación ha causado hondas heridas a la economía francesa y la restricción del crédito había de crear un gran descontento entre sus usuarios. Todo hace creer que al cambio de Gobernadores del Banco de Francia ha precedido un choque de opiniones entre las ideas limitativas de Mr. Moret en orden a la política de crédito y las más amplias de Mr. Flandin, que desea una política más activa para combatir la depresión económica que se va ahondando cada día más en Francia. El actual Jefe del Gobierno francés comenzó por declarar que la deflación estaba terminada; no era posible imponer más sacrificios a los contribuyentes ni a los funcionarios. Por otra parte, en su opinión, no era necesario proseguir la baja de los precios, por cuanto espontáneamente los precios exteriores tendían a buscar el equilibrio con los

franceses. Si la deflación no ha de proseguir, parece natural buscar otros colaboradores que aquellos cuya mentalidad se ha adaptado a esa política deflacionista que ahora se revoca.

¿Cuáles son los propósitos que animan a Mr. Flandin?

De ellos poco se conoce fuera de la declaración de que es necesario abaratar y facilitar el crédito para promover la reposición industrial y conseguir que el Estado encuentre facilidades para satisfacer las necesidades de su Tesorería sin un excesivo costo. Las precauciones que se consideró conveniente tomar al publicar la ley de estabilización y que llevaban el sello de la dolorosa experiencia del derrumbamiento del franco después de la guerra, ponían límites muy estrictos a los préstamos directos e indirectos del Banco al Estado francés que quedaren reducidos a los 3.200 millones que establecía la ley de estabilización. El redescuento de Bonos del Tesoro era juzgado por la administración del Banco como una transgresión indirecta de esa cifra límite y no se concedía sino excepcionalmente. En estas condiciones los bancos, no pudiendo redescantar esos bonos, se rogaban a admitirlos, y el Tesoro francés tenía que acudir, para cubrir el déficit de sus presupuestos muy cuantioso últimamente, a emisiones a largo plazo, lo cual mantenía, dadas las frecuentes apelaciones al crédito público, un estado constante de tensión en este mercado y un alto tipo de interés que gravita pesadamente sobre la Hacienda y que es un impedimento para que la industria y los negocios hallen dinero a un precio aceptable que estimule la reanudación de la actividad económica.

Otra consecuencia de esa actuación, -unida a la desconfianza del capital privado en el porvenir, que le hace rehuir las inversiones a largo plazo- ha sido el determinar una gran divergencia entre los tipos de interés en el mercado del dinero y el mercado de capital. El propósito de acudir al primero de ahora en adelante parece deducirse de unas recientes declaraciones del Ministro de Hacienda francés, según las cuales los 15.000 millones de francos que el Tesoro necesitará este año

no se obtendrán por nuevas emisiones. Es pues muy verosímil que se trate de conseguir facilidades del Banco de Francia para el redescuento de los bonos del Tesoro y una baja del interés en los préstamos pignoratícios que ahora ofrece una diferencia de 2 % sobre el tipo de descuento. Con ello el Gobierno francés no tendría dificultades para colocar sus emisiones de bonos a plazo medio en la banca privada. Acaso se trate también de imitar en parte el mercado libre de Londres para el dinero a corto plazo que tantas facilidades ofrece a las operaciones de Tesorería del Gobierno inglés.

Cualesquiera que sean los propósitos todavía no francamente expuestos del actual gobierno francés, lo que es indudable es que se trata de hacer un experimento monetario aunque sea de proporciones modestas. La economía francesa se debate dentro de una posición incómoda y difícil, que repetidas veces hemos examinado, y las dificultades de esa posición, lejos de dulcificarse, se van acentuando. Acontecimientos recientes muy notorios revelan de qué modo la depresión hiere mortalmente a las empresas más poderosas. El actual gobierno cree sin duda que la pasividad es insostenible, la simple política de fortalecer el franco, aunque se hunda la economía, no parece razonable. Hay que sostener al franco, pero hay al mismo tiempo que levantar la economía; tal parece ser la actual posición del gobierno francés. La cuestión, ahora como antes, es saber si esto será posible. En todo caso, esta nueva posición puede ser una transición hacia esta otra: salvar la economía aunque se hunda la moneda, que está siendo la de los Estados Unidos, la Gran Bretaña y los países devaluadores en general.

-----

¿Es de esperar que los actuales propósitos del gobierno francés tengan éxito, es decir, cabe confiar en que será posible impedir una mayor depresión de la economía francesa sin recurrir a la devaluación del franco? Este es un problema que hace dos años que se halla planteado agudamente y cuya solución favo-

rable cada día parece menos verosímil a quienes la estudian apasionadamente a la luz de la experiencia contemporánea, aunque en los médicos oficiales franceses se le viene considerando resuelto a priori afirmativamente. No hay que decir que los hechos no han confirmado hasta ahora este punto de vista que tiene todos los caracteres de un parti pris.

Es muy difícil que una baja en los tipos de interés, supuesto que se consiga, baste a colocar a la industria francesa en condiciones de revivir notablemente. La deflación ha obrado muy profundamente y el grado de depresión es grande. En un interesante estudio publicado por Sir Strakosch toma como índice de la variación de los costes industriales el de la variación del coste de la vida; la divergencia con la variación de los precios al por mayor resulta en Inglaterra del 15 %, en Francia del 73 %, en el Canadá del 7 % en Bélgica del 52 % y así ocurre aproximadamente con cualquier país del grupo esterlina comparado con cualquier otro del grupo oro.

De aquí se deduce que no bastará reducir un poco el elemento del coste que representa el interés, un poco que no podrá ser mucho mientras perduren los importantes déficits presupuestarios. Los elementos incompresibles del coste dominan decisivamente en éste, y el reajuste no se verifica, máximo si sigue el proceso de alza en el precio del oro.

La única alternativa salvadora para el patrón oro sería que, en los países que se han desprendido de él, se iniciara un auge tan considerable que no sólo los precios en moneda depreciada subieran, sino que, aun traducidos a su equivalencia oro, resultaran notablemente ascendentes. Si esto ocurriera antes de que la resistencia de las economías de los países del bloque oro llegue a su término, la subsistencia del patrón oro en ellos podría quedar a salvo. Pero esa eventualidad es muy improbable, porque la causa más importante que impide ahora que el auge tome vuelo en los países en que se ha iniciado la reposición, es la depresión de los países de moneda rígida y las

barreras y obstáculos comerciales, que difícilmente se podrán suavizar antes de que los países todos hayan reajustado sus precios y sus costes. Mientras haya países cuyos costes sean excesivamente elevados con respecto a los precios interiores, esos países sentirán la necesidad de defenderse contra la competencia de los productos extranjeros por nuevas restricciones y difícilmente accederán a reducir las existentes; ni tampoco los demás se avendrán a desarmar mientras adviertan la conveniencia de responder con iguales medidas por vía de defensa y represalia.

Cada día que pasa se hace más inminente la decisión de la suerte del patrón oro en Francia, su principal baluarte. El experimento de M. Flandin será probablemente decisivo. Su fracaso, muy probable, forzaría la solución. Uno de los resultados del experimento podrá ser muy bien la formación de una gran masa de deuda flotante que dificultase los movimientos y diese pretexto para realizar una devaluación que de todos modos parece inevitable hace ya mucho tiempo.

Servicio de Estudios.

10 ENE. 1935

## CRÓNICA SEMANAL.

### La política económica norteamericana.

El reciente mensaje del Presidente Roosevelt al Congreso norteamericano no contiene, contra lo que algunos esperaban, ningún sensacionalismo. Antes bien marca un retorno hacia doctrinas de ortodoxia económica. En resumidas cuentas viene a concretar la lucha contra el paro y la crisis en un remedio extraordinariamente clásico: la entrega del dinero del Estado a manos llenas para dar trabajo a los que no lo tienen, con lo cual no sólo resulta corregido el paro, sino que se crea directa e indirectamente una demanda de mercancías que permite restablecer el equilibrio entre el consumo y la producción, cuya perturbación constituye la raíz misma de la crisis industrial. El remedio ha sido largamente probado y su eficacia apenas ofrece duda. Tampoco la ofrece la superioridad económica y moral de emplear el sacrificio del Estado en realización de obras públicas y no en simples subsidios; aunque lo primero resulta aparentemente más costoso, es también más eficaz, porque ofrece mayor estímulo al desarrollo de las empresas privadas, que coadyuva de este modo a la acción pública.

El único inconveniente que siempre se le ha reconocido al sistema es el financiero: el crear un déficit considerable al Tesoro público que, al tener que rellenarlo mediante apelaciones al crédito público, determina tensión en el mercado financiero y eleva los tipos de interés, lo que hace no sólo creciente sino progresiva la carga soportada por el Estado y también el gravámen para la industria por los capitales que necesite, lo cual obra como rémora para la cura de la depresión. La única disyuntiva a ello es la financiación por medio de la inflación monetaria.

El Presidente Roosevelt opta por el déficit y el aumento de la deuda, considerando que mientras el paro subsista no hay posibilidad de establecer el equilibrio presupuestario que hace dos años prometió realizar en 1936. El presupuesto que presenta para 1935-36 prevé un déficit de más de 4.500 millones de dólares, cifra que supera al total de ingresos, es decir, que los gastos calculados son más del 200 % de los ingresos corrientes. Este desequilibrio es determinado exclusivamente, según el Presidente Roosevelt, por los gastos extraordinarios para suministrar trabajo a los parados.

Lo malo del sistema no es sólo el problema financiero que plantea, sino que crea artificialmente una gran masa de ocupación y de demanda de ciertos productos que luego es difícil de cortar, pues en el momento que se haga, reaparece más agudamente la crisis de paro y la particular de las industrias a las cuales el plan de grandes trabajos da una vida artificiosa. Y la reabsorción por las ocupaciones privadas de esa masa de trabajo ocupada por las obras públicas, es cosa que difícilmente se hace. Lo racional sería - reconociendo que son precisas las obras públicas para evitar el paro obrero - utilizarlas en una medida moderada y constante, adecuada para evitar que el paro se iniciara y fomentase por sí mismo, con lo cual se impediría que la crisis fuese matando las ocupaciones privadas, dando al paro proporciones que exigen la aplicación de medidas heroicas que someten al organismo económico a sacudidas violentas con las que se trata de paliar el mal de otros vaivenes y no se hace generalmente más que preparar para el porvenir mayores sobresaltos.

Parece también indiscutible que para terminar en este trillado camino no valía la pena de los experimentos monetarios y socializantes del New Deal; el remedio clásico ahora propuesto, aplicado de primeras y simplemente, hubiera en-

contrado a la economía y por ende al mecanismo financiero en mejores condiciones de resistencia para el esfuerzo que se le va a exigir. Probablemente el poderoso organismo económico de Norteamérica resistirá a la prueba que se le somete, pero nos hallamos ya lejos de aquellos planes que aspiraban a perpetuar la prosperidad, a evitar el retorno de los malos tiempos. Todo queda reducido a un paliativo pasajero que preparará para el día de mañana mayores dificultades.

Fuera de esto sólo tiene de particular el mensaje presupuestario dos puntos negativos: el no hacer mención de las deudas internacionales que parece asunto por ahora muerto, y el prever una cifra pequeña en concepto de beneficio de monetización de plata, lo cual parece indicar que el plan de elevar las reservas plata al 25 % de las totales se va a llevar con más parsimonia que en el año pasado.

Servicio de Estudios.

! 17 ENE. 1935

## CRÓNICA SEMANAL.

### La política financiera de Francia.

La Cámara francesa ha votado por una aplastante mayoría el proyecto de ley en virtud del cual se amplía en 5.000 millones de francos la facultad del Tesoro francés para emitir bonos a corto plazo y obligaciones o bonos a plazo medio.

La justificación de esta medida, según resalta de la exposición de motivos del proyecto y del discurso de defensa del Jefe del Gobierno, se basa principalmente en la necesidad de aliviar el mercado de capitales a largo plazo sobre el que habían pesado hasta ahora las demandas del Tesoro para cubrir sus necesidades, con el fin de obtener, por una baja en el alquiler del dinero a largo plazo, una aminoración del gran margen existente entre los tipos del mercado del dinero y del mercado de capital.

Esta gran divergencia nace principalmente, a juicio de M. Plandin, de la reluctancia de los capitalistas a comprometer sus capitales por largo tiempo. Según el autor del proyecto de ley, el ofrecer a los capitales el medio de colocarse en valores a corto plazo, todavía reforzada por la posibilidad de descontar esos efectos en la Banca - en definitiva en el Banco de emisión - hará que mucho capital atesorado o inmovilizado en los establecimientos de crédito y en el Banco de Francia, salga de su marasmo, de suerte que ese mercado a corto plazo, que así viene a crearse o activarse por lo menos, se sostendrá con recursos que de todos modos ahora no causan efecto alguno en el mercado financiero; por manera que el alivio al mercado de capital a largo plazo no se traducirá enteramente en una mayor carga del mercado de capital a corto plazo.

En esto se apoya esencialmente la confianza de que el nuevo ensayo no cause inflación fiduciaria. "Lo que importa en materia de redescuento a los establecimientos que tienen valores a

corto plazo es mucho menos la realización de la operación que la posibilidad de realizarla" dice la exposición de motivos. Por otra parte sienta esta afirmación: "cuando el Estado procede a emisiones de empréstitos a plazo corto o medio, por este hecho efectúa una punción sobre las disponibilidades del mercado. Luego, por el juego de los gastos públicos, los billetes o los créditos, que no son más que billetes en potencia, vuelven a la circulación. Pero es muy evidente que por sí solo, un empréstito no conduce de ninguna manera a una inflación".

Parece claro que ese "muy evidente" que precipita la conclusión sin haber redondeado el razonamiento, envuelve diversas peticiones de principio. Instintivamente se resiste uno a creer que los billetes o los créditos que son billetes en potencia vayan a causar iguales efectos, ya representen capital ocioso, atesorado o inmovilizado que viene a ser lo mismo, ya representen dinero que, recogido por el Tesoro mediante la "punción" en el mercado de disponibilidades, venga, por el juego de los gastos públicos, a reintegrarse al mercado. En este segundo caso, aunque sea el mismo dinero, al reintegrarse al mercado no vuelve en concepto de disponibilidades, porque ello supondría la posibilidad de operar una nueva punción, y así otra y otra sucesivamente, convirtiéndose el mercado financiero en una especie de milagro permanente de la multiplicación de los panes y de los peces. Si eso fuera cierto, no importarían los déficits presupuestarios, no podrían ser ellos en ningún caso ese fantasma precursor de la inflación que siempre han parecido ser.

Lo cierto y evidente es que las disponibilidades invertidas en gastos públicos, como cuando son invertidas en gastos privados y aun en verdaderos capitales, dejan ya de ser disponibilidades, porque el hecho de su inversión las destruye o las consume como tales para convertirlas en recursos de los consumidores, que no retornarán al mercado de crédito, sino cuando nuevos actos de ahorro los reconstituyan como disponibilidades. Sentado esto,

es indudable que la política de facilidades financieras habrá de aumentar la circulación fiduciaria y las que podemos llamar cuentas corrientes comerciales a expensas de las que habríamos de conceptuar de ahorro; aunque la distinción entre unas y otras no sea fácil de hacer en la Banca y menos en el Banco de emisión, no por eso dejará de resultar efectiva en la realidad de la mecánica circulatoria. La cuestión no está en esto; esa inflación no sólo es inherente a todo ensayo monetario, sino que el fin práctico de todo ensayo monetario de tipo coyuntural es producir alguna inflación que se oponga al proceso de depresión. La cuestión está en limitar los efectos de esa inflación, de modo que, sin dejar de producir los efectos beneficiosos que de ella se esperan, no tenga las repercusiones que se pueden temer.

Francia se halla, como hemos repetido hasta la saciedad, ante el ineludible dilema de reducir sus costes o de elevar los precios al por mayor de sus principales productos. Ello es tan vital que para algunos de esos productos, que por unas u otras razones ha considerado como más importantes, lo ha intentado con diversos expedientes artificiosos (tasas, contingentes, etc.) sin lograr otra cosa hasta ahora que encarecer el coste de la vida sin notable mejora en el reajuste de los precios y de la producción. Sin algún expediente que obre más eficazmente sobre el mercado, restableciendo el perdido equilibrio, no se ve posibilidad de que la coyuntura no siga evolucionando en sentido peyorativo. Conseguir una elevación de precios empeoraría la situación comercial exterior de Francia y daría probablemente un fuerte mordisco a sus reservas de oro, de todo lo cual se resentiría su moneda. Pero no conseguirlo es agravar la crisis interior. El otro remedio es proseguir el proceso de deflación, mas si hemos de creer a M. Flandin, Francia ha agotado su resistencia a la deflación; la deflación la declara terminada el actual Jefe del Gobierno francés.

Su lema es éste: ni inflación monetaria, ni inflación

de crédito, ni inflación presupuestaria, ni devaluación, ni deflación, tan sólo deflación del alquiler del dinero. Ciertamente que la baja del precio del dinero puede aliviar la situación de la industria francesa y bajar sus costes de producción, pero adonde las cosas han llegado, es difícil que tan pequeño correctivo tenga virtualidad suficiente para enderezar la marcha de la economía. Un reajuste de precios será necesario de todos modos, aunque la baja del tipo de interés se consiga. Por lo regular esa baja sólo surte efecto cuando el reajuste de los precios y costes es suficiente para que un bajo interés pueda hacer atractivas para el capital las inversiones productivas.

Según algunas opiniones que vemos en la Prensa inglesa, el próximo viaje de M. Flandin a Londres no tendría por objeto tratar de la estabilización de la libra, asunto que está fuera de toda posibilidad práctica del momento, sino obtener ciertas seguridades de que, en el caso de una posible devaluación del franco para reajustar su valor, no sería ello seguido de bajas deliberadas en el valor oro de la libra ni de represalias comerciales.

Servicio de Estudios.

31 ENE. 1935

## Crónica semanal.

---

### La crisis monetaria china.

En el verano de 1933, mientras se celebraba todavía la Conferencia económica de Londres, y a propósito precisamente del convenio de la plata, comentábamos el error de perspectiva que cometían quienes confiaban en que uno de los efectos principales de la revalorización de la plata sería elevar el poder adquisitivo de los países orientales que todavía la emplean como base de su sistema monetario, error en que sin duda incurrieron los gobernantes y delegados chinos en la Conferencia, al prestarse a colaborar en el convenio de la plata que allí se trazó y cuyo designio era promover su revalorización. El convenio, por lo demás, era bastante inocuo; si la revalorización de la plata se ha realizado en cierta medida no ha sido por los efectos del convenio, sino por las medidas unilaterales y más eficaces del gobierno norteamericano, fundadas en razones de política monetaria nacional.

Decíamos entonces (crónica del 20 de julio de 1933): "el efecto de la subida del valor de la moneda (hablábamos de la de plata con relación a los países orientales), o sea de la baja de los precios de las mercancías corrientes, es casi fatalmente desencadenar una crisis industrial, acrecentar el paro y de este modo disminuir el poder de demanda global, aunque aumente la capacidad adquisitiva de la unidad monetaria". Reiterábamos esta opinión cuando bastante más tarde el presidente Roosevelt inició su política de compras de plata. El gobierno chino trató de oponerse a sus efectos, tan pronto observó las grandes salidas de plata que provocaba, prohibiendo la exportación de metal, pero ya preveíamos entonces que la medida sólo tendría eficacia muy pasajera, pues el contrabando haría filtrarse a la larga la plata a través de la frontera, deter-

minando su enrarecimiento.

Así ha sido, en efecto. La caída de precios por la deflación monetaria se ha hecho notar intensamente, y eso que Norteamérica ha moderado después sus compras, de suerte que la crisis de origen monetario se manifiesta en China de una manera aguda con su acostumbrado cortejo de quiebras, paralización comercial e industrial, crisis bancaria, etc. Probablemente la China se verá abocada a una devaluación de la unidad monetaria.

El caso tiene un valor de enseñanza. Mientras la China tenía una moneda dúctil, flexible, porque su base era un metal cuyo valor bajaba o subía en el mundo con la baja o el alza de las mercancías en general, China no sintió vivamente los efectos de la crisis general del mundo; pero en cuanto los designios de un país importante dieron un nuevo cariz a la marcha del precio de la plata, desconectándolo del de las mercancías en general, y haciendo que fuese arrastrado en parte por el movimiento revalorizador que experimentan las materias monetarias en la actual coyuntura, los efectos adversos se han hecho notar.

Esto demuestra varias cosas: Que la política monetaria de un país está íntimamente enlazada a la de los demás, por lo menos en tanto la unidad monetaria tiene una equivalencia fija en un producto mundial, y que cada nación no es dueña de fijar y mantener el valor de su moneda, contra viento y marea, sin graves consecuencias. Que los problemas que se consideran ordinariamente monetarios no dependen de que se escoja éste o el otro patrón, pues todos ellos ofrecen los mismos peligros. Se atribuyó la crisis actual, con ciertas apariencias de razón, a la carestía del oro. Un análisis imparcial de la cuestión mostró que la hipótesis tenía poco fundamento. Pero respecto de la plata, ¿quién sería capaz de sostener lo mismo? Precisamente el problema que se viene agitando es el de la depreciación de la plata por su excesiva abundancia que, no más lejos de la famo-

sa Conferencia mundial de Londres, indujo a adoptar acuerdos de carácter restrictivo para poner una barrera a la marcha ruinosa del precio del blanco metal, que obligaba a cerrar las minas. ¿Cómo admitir que de repente también la plata se ha hecho escasa hasta el punto de determinar en los países de patrón plata los mismos fenómenos que en los países de patrón oro atribuyen algunos a la escasez del metal amarillo?

Lo natural es suponer que se trata de hechos puramente relativos en que no influye la escasez o abundancia absoluta de los metales que sirven de patrón, sino fenómenos, sean los que quieran, que promueven su alza o su baja de valor con respecto a las demás cosas, y a través de esto rigen la coyuntura económica. Por esto, el problema que en realidad se plantea en el orden monetario no es elegir entre uno u otro patrón, sino elegir entre un patrón fijo o una moneda de papel, inconvertible, fluctuante, que se adapte a las circunstancias económicas en vez de que las circunstancias hayan de adaptarse a ella, es decir, a un valor de ella con respecto a las mercancías que la mayor parte de las veces proviene de circunstancias externas, incontrolables.

Problema cuya solución estará todavía mucho tiempo sometida a las pruebas de la experimentación.

Servicio de Estudios.

- 7 FEB. 1935

## CRONICA SEMANAL.

En política monetaria como en muchas otras políticas se propende en exceso a los extremismos. Tal país que ha declarado mantener con rigor el valor de su moneda, cuando no realzarlo como símbolo y síntoma de su potencialidad económica, y que ha realizado los mayores sacrificios para conseguirlo, de repente se siente atacado de manía devaluadora y considera la posibilidad de intentar una devaluación repentina y arbitraria de su medio circulante, con lo cual amenaza con sembrar todavía más el desorden y la anarquía en el mundo económico. Es difícil apreciar quién ha hecho mayor daño a la economía mundial y a la suya propia, si los países que se han obstinado en mantener una valoración artificial y fuera de las posibilidades reales, valiéndose de todos los artificios imaginables y más perniciosos para el intercambio comercial y para el buen curso de las corrientes internacionales sanas de capital; o los que, llevados de teorías monetarias más o menos discutibles, se han precipitado de repente en una devaluación monetaria forzada sin ninguna relación con la realidad, como los Estados Unidos al devaluar su moneda arbitrariamente en un 40 %. En un caso y en otro la realidad se ha visto violentada de un lado o del opuesto, y han resultado de ello desequilibrios que no han favorecido nada el reajuste de una economía universal ya con sobrados motivos de perturbación.

A unos y a otros les ha faltado reconocer el hecho sencillo y ya enunciado por la Economía clásica de que el intercambio entre dos países es un mercado como otro cualquiera en que hay una oferta y una demanda, que aquí es de las respectivas divisas: como la magnitud de esa oferta y de esa demanda dependen de multitud de factores imprevisibles, la equivalencia que se establece entre las monedas no puede ser estable, porque ha de seguir las fluctuaciones no compensadas de esos múltiples factores. Hay un medio de compensación que permite fijar a priori la equivalencia de las monedas de dos países, y es cuando ambos están dispuestos a establecer el equilibrio a fortiori de sus balances de cuentas entregándose oro mutuamente, suponiendo que tengan uno y otro oro suficiente para asegurar la compensación necesaria de cualquier saldo.

Y aun para esto es necesario que su circulación se halle ligada de tal modo al oro que su entrada y salida determine rápidamente una corrección adecuada de los factores que influyen la balanza de cobros y pagos para que los desequilibrios se rectifiquen ipso facto. Si tal cosa no ocurre, las transacciones de metal patrón resultan inoperantes y la hemorragia prosigue unilateralmente en forma tan persistente que el equilibrio acaba por romperse de todos modos.

Dando por supuesto que el mecanismo funcione, impone tales reajustes en los precios y demás factores de equilibrio que, a poco que sean algo intensos, las economías interiores de los países resultan seriamente conturbadas por el juego de los cambios internacionales. De este orden son las dificultades deflacionistas con que tropiezan los países de patrón oro libre.

Si no se puede o no se quiere dar libre curso al oro, el mantener un cierto tipo de cambio a priori con unos u otros de los países extranjeros sólo puede conseguirse interviniendo artificialmente la oferta y demanda de monedas, es decir, amputando la oferta de la moneda propia en lo que exceda de su demanda, o lo que es lo mismo, dejando de pagar parte de las deudas, restringiendo el movimiento de capitales, interviniendo rigurosamente las compras del país y causando otros males al libre desenvolvimiento de las fuerzas económicas. Es lo que está llevando a cabo Alemania de una manera sistemática y rígida, como cuadra al dogmático carácter germánico.

Todo esto responde armónicamente a la tendencia actual, que ya va cayendo en el descrédito a fuerza de fracasos, de que es posible gobernar artificialmente las economías, dirigirlas y especialmente manipular las monedas con tendencia a corregir los síntomas que se juzgan perniciosos en la enfermedad económica.

Lo que han de reconocer las naciones, antes de que se pueda llegar a la paz y estabilidad monetarias, es que lo mejor que se puede hacer con una moneda es dejarle buscar espontáneamente aquel nivel que sus factores nacionales o internos exigen en cada momento. Esta es la solución óptima.

Es claro que de ese modo no se consigue la estabilidad de los cambios, pero es que la estabilidad de los cambios es un sueño irrealizable cuando los factores de desequilibrio de las economías son de-

masiado grandes y el valor interno de las monedas resulta condicionado por una gran masa de elementos inelásticos. La estabilidad de los cambios se habría de obtener entonces a expensas de la inestabilidad de otras muchas cosas cuya fijeza importa bastante más a la buena marcha de una economía.

A lo sumo lo que cabe entonces hacer es intentar como Inglaterra, mediante un fondo de regularización, evitar las fluctuaciones demasiado amplias que pueden causar los repentinos movimientos de capitales. En un país gran mercado internacional, acaso logre este sistema de fondo regulador - no es seguro - algún resultado útil, si se maneja con gran discreción. Fuera de ese caso es muy dudoso que, ni aun esa relativa y limitada intervención, consiga efectos beneficiosos.

Pero esto de reconocer que lo mejor que puede hacerse con una moneda es no hacer nada, es cosa que costará. La mayoría de los países han hecho demasiados sacrificios, duros y onerosos, bajo la ilusión de mantener o revalorizar sus monedas, para que les sea fácil venir en fin de cuentas a tener que aceptar que tales sacrificios han sido en el mejor de los casos inútiles. Las monedas han caído a la postre de todos modos a su valor real, al valor impuesto por los más profundos factores de sus economías; y menos mal que los daños causados por mantenerlas en un valor artificial no sean irremediables.

Servicio de Estudios.

14 FEB. 1935

## CRÓNICA SEMANAL.

En un reciente discurso ante la Cámara de Diputados, el Jefe del Gobierno francés ha vuelto a exponer su programa de acción gubernamental de lucha contra la crisis, crisis que, en Francia, lejos de ceder, tiende a acentuarse de día en día.

Por diversas razones que las hacen, a juicio de M. Flandin, inadaptables al caso de Francia, rechaza las tres soluciones del paro que se han intentado en el extranjero: subsidio de paro, grandes obras públicas y reducción de la jornada de trabajo. La principal actuación del Gobierno debe ser en su opinión de orden financiero; estimular la confianza para descongelar los ahorros atesorados, dar facilidades al mercado de capitales y hacer descender los intereses de los capitales colocados a largo plazo.

Pero lo cierto es que hasta ahora el mercado no responde a los deseos del primer ministro francés. El mercado de rentas, después de una breve alza de carácter optimista al iniciarse la política actual, ha vuelto a caer a las cotizaciones de fin de año. En cambio el mercado de dinero a corto plazo ha adquirido mayor tensión, los tipos de interés se han elevado en él, y hasta se habla de un próximo aumento del tipo de descuento del Banco de Francia. Parece que éste, a pesar del cambio de Gobernador operado, se muestra bastante reacio a dar las facilidades que de él se esperaban. Son pocos los pagarés del Tesoro que han entrado en su cartera, y todo lo que se ha logrado obtener es que descuenta, por siete días, a tipo algo más bajo que el de  $4\frac{1}{2}\%$  a que se hacen las pignoraciones, los susodichos pagarés. Naturalmente, los demás bancos no se muestran tampoco propicios a aceptarlo en esas condiciones, aparte de su hostilidad tradicional a la política de dinero barato.

Si las cosas continúan así, será muy difícil que el Tesoro francés logre colocar en el mercado una cantidad apreciable de los

5.000 millones de francos en Bonos autorizados por la reciente ley financiera.

Quienos se fijan más en la exterioridad de las cosas que en su esencia, sueñan con el establecimiento en París de un mercado de descuentos semejante al de Londres que tantas facilidades da, tanto para la negociación de los efectos comerciales, como para la colocación de las emisiones de deuda flotante del Estado. Pero fácil es comprender que el mercado inglés de dinero a corto plazo no depende tanto de la existencia de estas o las otras instituciones particulares que responden a la tradición inglesa, como de condiciones peculiares de abundancia de disponibilidades y de facilidades bancarias que, cuando no se producen espontáneamente, es muy difícil llegar a establecer mediante creaciones artificiosas de instituciones que no responderían a necesidades existentes y por consecuencia arrastrarían una existencia mortecina o parasitaria.

Servicio de Estudios.

21 FEB. 1935

## Crónica semanal.

Las dificultades - comentadas en nuestra crónica anterior - que encontraba el gobierno francés para desarrollar su política de facilidades financieras, se han resuelto en parte gracias al acuerdo del Banco de Francia - obtenido no sin cierta pugna del nuevo Gobernador con el Consejo - en virtud del cual se otorgan diversas facilidades para el redencuento de los Bonos del Tesoro y de la Defensa nacional en el Banco de emisión. En primer lugar, se concede un tipo de interés ( $2 \frac{5}{8} \%$ ) muy poco superior al tipo de descuento comercial y casi un 2% más bajo que el tipo de pignoración de las deudas públicas en general ( $4 \frac{1}{2} \%$ ). Este tipo de interés es algo superior al rendimiento de los Bonos del Tesoro y sensiblemente inferior al de los Bonos de la Defensa nacional. El plazo máximo de descuento será de 30 días y el tope de 80 % del valor efectivo para el importe del préstamo deja de regir, pudiendo elevarse dicho importe hasta el valor efectivo de los bonos. Todo esto no satisface indudablemente las aspiraciones del gobierno francés y parece una transacción con el punto de vista de máximo rigor financiero mantenido por el Consejo del Banco. Con todo, no dejará de dar flexibilidad al mercado financiero y contribuirá a aflojar un poco la tensión que en él se notaba y que hacía difíciles los proyectos de Flandín, de solventar las dificultades de Tesorería mediante una expansión de la deuda flotante, dando un período de reposo al mercado de capitales a fin de conseguir, merced a ello y al restablecimiento de confianza que se espera producir, un descenso de los tipos de capitalización a largo plazo, en que se confía como resorte fundamental para una reanudación de la actividad industrial que permita reabsorber el paro y elevar la capacidad tributaria del país, único medio de sanear la Hacienda, ya que la elevación de los tributos se muestra ineficaz y antes bien hay que pensar en desgravaciones que aligeren la carga tributaria, una de las causas de los elevados costes que mantienen el marasmo de la produc-

ción. En este círculo cerrado de causas y efectos, el actual gobierno francés ha creído encontrar el punto débil que ha de ser atacado en el rédito capitalista.

La cuestión que se agita alrededor de esto es como siempre el temor a la inflación. ¿No será un régimen como éste de facilidades financieras propicio a determinar una gran acumulación de bonos en la cartera del Banco, inflando desmesuradamente la circulación fiduciaria?

No es prudente hablar de inflación en términos abstractos como suele hacerse. Un aumento de la circulación fiduciaria no puede tener el mismo carácter en circunstancias de depresión comercial que en momentos de auge y de tendencia alcista de precios, favorable a las explosiones especulativas. Una política de facilidades financieras en la actual situación de Francia tiene ya un objetivo bastante ambicioso en detener las liquidaciones forzosas de negocios, fundamentalmente sanos se entiende, dulcificando así el proceso de deflación. Llegar a producir una inflación por medio de simples facilidades financieras a los negocios, no es nada fácil, según han demostrado los últimos experimentos monetarios, cuando domina la tendencia a la baja. La inflación no suele venir sino a través de una política de exorbitantes gastos públicos o de crédito desordenado y malsano, lo cual no parece ser el caso de Francia en la actualidad. Por lo demás, las precauciones que se han tomado no son de naturaleza para abrigar grandes temores en este aspecto. Antes bien, es de pensar que se necesitará aumentar la eficacia de las facilidades concedidas por medio de su ampliación, pues el movimiento de depresión es en estos momentos muy intenso en la economía francesa y por ahora los datos coyunturales siguen acusando su agudización. El revulsivo ha de ser fuerte para surtir efecto. Lograr inyectar deliberadamente en el sistema circulatorio, en las condiciones actuales, una cantidad de medios de pago suficiente para determinar una verdadera inflación, es una empresa que no sólo está por encima de los tímidos medios ensayados, sino, probablemente, de las posibilidades prácticas del momento.

Servicio de Estudios.

28 FEB 1935

## CRÓNICA SEMANAL.

La espectacular baja de la libra constituye, en el orden económico, el acontecimiento del día. Sin embargo, no se trata de un hecho nuevo ni sorprendente. Es un fenómeno que se pudo prever desde el momento en que Norteamérica dejó el oro y sobre todo desde que hizo la estabilización provisional del dólar a un tipo tan bajo que reducía de repente en casi un 40 % el valor del dólar. Desde entonces que se está manifestando un deterioro casi constante del valor de la libra, que pasa del 30 % de depreciación que tenía aproximadamente en la época de desconexión del dólar del oro al 40 % de hace poco. Entre Diciembre de 1933 y Febrero de 1934, período que abarca el momento (fines de Enero de 1934) en que se hace la estabilización provisional, la libra baja en un 4 % respecto al franco (su depreciación relativa pasa del 33 al 37 %). A comienzos de este año la depreciación había subido al 40 %. Según las últimas cotizaciones, alcanza ahora alrededor del 43 %. La caída es del mismo orden, aunque por el momento todavía menos intensa, que la que experimentó el año pasado por la misma época aproximadamente, y de la cual no se ha repuesto, pues más lentamente siguió depreciándose, con ligeras fluctuaciones, durante el resto del año.

Como sucede siempre en estos casos, como ocurrió cuando la baja del cambio de la peseta durante los años 29 y 30 principalmente, cada vez que se produce una brusca caída, surgen toda clase de cábalas acerca de las causas de ese descenso: maquinaciones especulativas, deliberados propósitos de competencia comercial, oscuras confabulaciones, factores psicológicos, causas políticas, etc. Y probablemente se trata en todos los casos de fenómenos fácilmente explicables por el juego normal de las leyes económicas.

En este caso ocurre que el dólar fué estabilizado provisionalmente a un tipo muy por debajo del que exigía el normal

equilibrio de los cambios. Ello no tiene nada que ver con ningún propósito de causar un daño a las economías exteriores, ni envolvía, probablemente, ninguna finalidad de lucha comercial. El propósito que guió al Presidente Roosevelt obedecía exclusivamente a finalidades de orden interior y a ciertas hipótesis económicas de sus consejeros técnicos. Creían éstos que esa subvaloración del dólar constituía un gran estímulo al alza de los precios interiores, y que, en combinación con las demás medidas de política económica adoptadas por el Presidente, sería suficiente para producir aquella ansiada elevación del nivel de precios, que se juzgaba necesaria para restablecer el equilibrio interno y hacer retornar la prosperidad de la época de precios altos. Si hubiera ocurrido así, si el alza de los precios interiores en Norteamérica hubiera venido en un plazo breve a corresponder, aproximadamente siquiera, a la depreciación del dólar, los demás países no hubieran sentido gran cosa la repercusión de la devaluación del dólar en un 40 por 100. Pero aquellas hipótesis se mostraron falsas, no era tan fácil hacer subir el valor de las cosas como hacer bajar el valor de la moneda; lo que se consiguió por lo pronto fué únicamente que el oro subiera en relación con la moneda y con las mercancías a la vez.

Por causa de esto, el dólar quedó a la sazón muy subvaluado con respecto a la libra y monedas satélites, y mucho más con relación a las monedas oro que ya se hallaban sobrevaloradas con respecto a aquéllas. Desde este momento la libra se hallaba condenada a bajar. Si el dólar no se hubiera estabilizado, el juego natural del intercambio mercantil hubiese determinado que, al manifestarse favorable a Norteamérica el balance de cuentas, como ha venido ocurriendo, el dólar subiese con respecto a la libra, sin necesidad de que ésta bajase con respecto al oro. Pero desde el momento en que la moneda americana se ancló a un cierto tipo oro, para el cual juegan libremente las entradas de metal impidiéndole subir sobre él, el equilibrio con la libra

- moneda de movimientos libres - se ha de establecer haciendo bajar ésta hasta el tipo de cambio conveniente con el dólar (').

Lo peor del caso es que ese cambio de equilibrio nadie lo conoce. Sobre él cabe establecer hipótesis aproximadas, pero sólo el mercado puede fijarlo. Ahora bien, con la actual predisposición a hacer manipulaciones monetarias y económicas de todo orden, nada tendría de particular que, estimando el gobierno norteamericano que el cambio que en definitiva resulta es excesivamente favorable a la libra, haga uso el Presidente de los Estados Unidos de la facultad que conserva de reducir todavía el dólar en un 10 % del antiguo valor, lo cual provocaría otra baja de la libra, y así sucesivamente. De lo que resultaría aquella temida carrera monetaria a la devaluación que acarrearía resultados desastrosos para el orden económico del mundo. Dicho está que las monedas oro cuya posición se hace más difícil a medida que el precio del oro con respecto a las mercancías sube, se verían definitivamente arrastradas en la vorágine devaluadora.

De esto deriva una consecuencia que parecerá paradójica. La estabilización del dólar que fué saludada - siquiera fuera provisional - como un primer paso laudable y prometedor hacia la estabilización monetaria, ha sido por el contrario el acto que más ha contribuído a alejar la posibilidad de toda estabilización. La estabilización sólo podrá venir - con ocasión de nuestro informe sobre la Conferencia de Londres lo hicimos notar - como resultado de que a todas las monedas se las dejara en libertad de buscar sus niveles naturales para seguidamente consolidar éstos mediante la estabilización, una vez que cada país hubiese resuelto lo más agudo de su problema interno. Mientras persistan los desequilibrios actuales, y mucho más mientras se persista en aumentarlos mediante estabilizaciones prematuras que atienden a fines de política interior, sin reparar en las

---

(') Con los actuales cambios y precios ese tipo de cambio debe estar ya alcanzado o excedido.

conveniencias del equilibrio exterior, ni será posible la estabilidad monetaria, ni se podrán aliviar las restricciones comerciales que están ahogando el comercio y la economía del mundo. La estabilización del dólar a un tipo extravagante creó un motivo de tirantez monetaria que, en el mejor de los casos, tenía que resolverse por una baja de las monedas del bloque libra y por una afluencia de oro y plata a América que salde el superávit de su balanza de cuentas, artificialmente acrecido por la baja valuación de su divisa. Y tenía que manifestarse, que es lo peor, por una mayor presión sobre las monedas que conservan su fidelidad al oro.

Si en América no se hace una nueva devaluación, no parece que el cambio de la libra esté expuesto a retroceder mucho más. Queda el efecto de los movimientos de capital, que pueden por un acceso de pánico aumentar en un momento dado la acción deprimente sobre el cambio, pero ese efecto tiene en un plazo más o menos breve su reacción natural.

Servicio de Estudios.

[- 7 MAR. 1935

## C r ó n i c a   s e m a n a l .

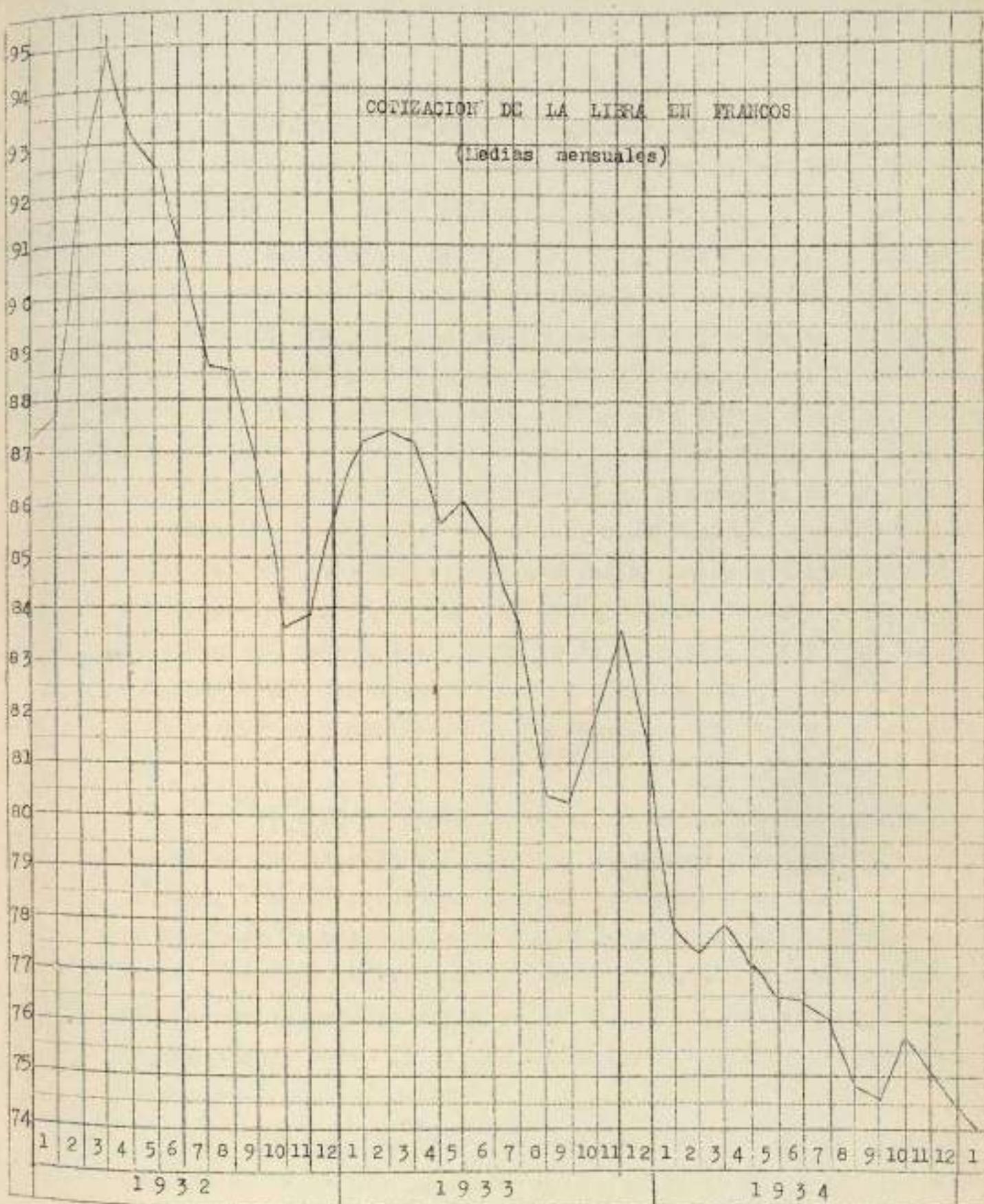
De los últimos incidentes ocurridos con la libra esterlina se puede deducir, entre otras, esta enseñanza: que la utilidad de los fondos de regulación es casi nula a los efectos de conseguir el fin fundamental que se proponen, o sea, evitar las fluctuaciones en el cambio exterior de la moneda "cortando los picos", es decir, sustituyendo la curva fluctuante de los cambios por un suave declive.

El gráfico adjunto muestra cómo, aun en las medias mensuales, la fluctuación es muy notable y se separa bastante de la línea media de declive que debiera haber seguido a partir de las altas cotizaciones del período en que se creó el fondo de regulación (mediados de 1932).

Hay que tener en cuenta que el fondo de regulación inglés se ha manejado en las condiciones más favorables; en un absoluto secreto y sin ningún prejuicio de hacer bajar o subir la cotización de la moneda. A juzgar por lo que ha podido observarse, el propósito que ha guiado a los directores de ese fondo ha sido absorber, mediante él, el exceso de divisas extranjeras, (en créditos o en oro) en los períodos de favorable tendencia de la libra, para emplear los recursos así obtenidos en las épocas de restricción en la oferta de divisas, evitando de este modo tanto las alzas agudas, como las caídas bruscas. El propósito era sabio: se trataba de evitar al comercio normal el grave inconveniente que representan las considerables oscilaciones del valor de la moneda en su cambio con las demás.

Pero, ¿se ha conseguido hasta ahora el propósito? Si observamos (véase el gráfico) la marcha que ha seguido el cambio de la libra con el franco, moneda estabilizada, advertimos:

1º - La libra experimentó una notable alza en la primavera de 1932, siguiendo un movimiento estacional que parece ser



normal, a juzgar por los hechos posteriores, pero que en este caso se vió exagerado por el reflujo del capital que había huido en los momentos que precedieron y siguieron a la caída del patrón oro, y que recobró confianza al ver que la libra seguía manteniend

do su nivel externo, y que su depreciación, en lugar de seguir un curso catastrófico como algunos temían o presagiaban, se mantenía relativamente estable y aun manifestaba franca tendencia a mejorar después de su caída original.

2ª - A fines de 1932 se inicia una nueva alza del cambio (siguiendo una tendencia probablemente estacional). Esta alza fué moderada sin duda por una intervención interna del fondo de regulación, que la hizo menos aguda. Sin embargo, el efecto moderador del fondo no es bastante eficaz para evitar el alza, bien sea por falta de medios suficientes, bien por falta de resolución en moderar un alza que se desconocía si marcaba o no una tendencia pasajera de carácter estacional o adventicio; y en la segunda parte del año 1933 sobreviene una caída brusca que lleva la libra a cambios inferiores a los del año anterior. Verdad es que hay que tener en cuenta que, en marzo de este año, sobreviene el hecho inesperado del abandono del patrón oro por el dólar y, en abril, empieza a manifestarse su depreciación respecto a la paridad.

3ª - En el otoño de 1933, se inicia una nueva alza de la libra, que culmina al finalizar el otoño, para caer nuevamente, casi sin interrupción, a tipos más bajos que antes. Tampoco el fondo de regulación logra en este caso moderar la fluctuación suficientemente. Ciertos es que en el intervalo se manifiestan los efectos de la baja estabilización del dólar, que ejerce su efecto deprimente sobre la libra, hecho que los directores del fondo de maniobra no podían prever.

4ª - El año 34 y los comienzos del 35 constituyen un período de constante caída de la libra, salvo insignificantes reacciones en la primavera y el otoño. Contra lo que ha ocurrido otros años, no se manifiesta todavía una reacción, aunque parece muy probable que ocurra después de la profunda baja de estos tres primeros meses.

Lo que parece desprenderse de esto es que el objetivo

de conseguir regular el cambio por medio de un fondo de maniobra no deja de ser una ilusión difícil de realizar, porque falta un dato esencial que sólo puede saberse a posteriori: la tendencia general del cambio, que depende de demasiados factores imprevisibles. Supuesto un cambio que puede estimarse como normal y estable, no se sabe si cuando una tendencia alcista o bajista sobreviene, se trata de un fenómeno circunstancial, de un engañoso movimiento especulativo, de una resaca temporal de capitales que cabe absorber mediante el fondo de regulación, o se trata por el contrario, de un desplazamiento real del cambio, impuesto por factores profundos de la economía, de la economía propia o de las extrañas con las cuales el cambio monetario constituye un continuo contraste.

En esas condiciones los encargados de dirigir la intervención se hallan en la más insoluble duda acerca de si procede intervenir o no. Muchas veces ha de ocurrir que se decidan por la intervención, creyendo que se trata de un movimiento dominable, como sin duda ha ocurrido en algún momento de la última baja de la libra, y luego se advierte que el fenómeno es incontrastable y hay que ceder ante él. En ese momento se produce una brusca caída (como se produciría una brusca alza en el caso inverso), mucho más brusca que la que se hubiera producido sin la intervención.

Para que no sucediera así, no bastaría poseer la experiencia exacta del pasado, sino dotes adivinatorias de lo venidero.

Servicio de Estudios.

14 MAR. 1935

## CRÓNICA SEMANAL.

El proceso monetario que va desarrollándose hace dos años parece llegar a su punto culminante. El bloque oro va desagregándose paulatinamente. Hace poco fué Italia la que, impotente para luchar contra la tendencia de la lira a caer, hubo de establecer la intervención de las divisas, ya que no como medio de permanecer fiel al patrón oro - el cual es incompatible con toda intervención de los cambios - con el fin de mantener forzosamente siquiera el valor oro de la moneda. La experiencia va demostrando, como era de prever, que tampoco este resultado se ha conseguido: la lira no cesa de caer y actualmente pierde 7,5 % de su paridad. Ante un déficit persistente del balance de pagos, determinado por un desequilibrio entre la paridad legal y la real de las monedas no cabe más que: pagarlo en oro, lo cual no es factible hacerlo de una manera permanente, aparte de que supone la agravación de las causas de la crisis interna; dejarlo de pagar, es decir, declarar de hecho la suspensión de pagos del país, resolución de suma gravedad; o prescindir de la paridad legal para buscar la paridad real, y que el déficit se corrija de este modo naturalmente.

Italia no ha querido recurrir a suspender los pagos, pero de hecho no sólo se halla fuera del patrón oro por la suspensión de sus postulados fundamentales, sino que su moneda está sujeta a todas las fluctuaciones de una moneda papel.

Ahora le toca el turno a Bélgica de seguir el mismo camino. Las negociaciones de París entre los ministros belgas y franceses no han llegado a resultados realmente satisfactorios, ni podían llegar, porque lo que Francia puede ofrecer es ayuda financiera para sostener el valor oro del franco y el problema de Bélgica no es por el momento todavía de orden financiero. Bélgica posee aún recursos para sostener el patrón oro. Su problema fundamental es de orden comercial y económico; la baja valuación de la libra, del dólar y

de las monedas que le siguen, casi todas las del mundo hoy, le dan una desventaja comercial que, en un país que vive en gran parte de su intercambio exterior, tiende a agravar su situación económica y social, ya hace mucho tiempo bien poco halagüeña. Pero en ese terreno es en el que menos concesiones puede hacer Francia, porque su política de defensa del franco tiene como uno de sus principales baluartes la restricción de las importaciones, que necesita actuar con más rigor que en ningún otro caso contra los países vecinos fuertemente industrializados y de producciones agrícolas parecidas, que podrían colocar dentro de Francia, a precio de competencia, una gran parte de su producción a poco que se le dieran oportunidades favorables. Por otra parte, las estipulaciones comerciales con otros países consienten difícilmente tratos de favor que originarían represalias a que Francia no querrá exponerse en estas circunstancias, pues ni en el aspecto político ni en el económico le serían beneficiosas. La debilidad del bloque-oro ya lo hemos dicho alguna otra vez - reside en que dentro de él han venido a coincidir adventiciamente una serie de países que no se completan económicamente, y entre los cuales es difícil una política de compensaciones comerciales que fortifique su lazo monetario puramente circunstancial. En estas condiciones, el desmoronamiento del bloque era cuestión fatal, y a ella estamos asistiendo.

Los decretos publicados por el Gobierno belga, apenas vueltos de París sus ministros delegados, alegan como objetivo el mantener el valor oro del belga, impidiendo los ataques especulativos. Estos pretendidos ataques especulativos no son otra cosa que un movimiento de desbandada de capitales hacia el exterior ante los temores de una caída inminente de la moneda belga, desbandada que, aunque desde luego precipitaría el desenlace, no es en modo alguno su causa original, sino un efecto de la manifiesta debilidad de la divisa que tales temores sugiere. Una moneda que no se vea devaluada, pero que se teme que lo pueda estar, inspira menos confianza que otra devaluada, pero en que se pueden poner algunas esperanzas de estabilidad.

No creemos que la medida adoptada sea otra cosa que una transición hacia el abandono definitivo del patrón oro y de la paridad actual del belga. La razón de ello es que esas medidas no resuelven en modo alguno la situación comercial, antes bien habrán de agravarla como todo lo que constituya restricción a la libertad de contratación. Quizás contenga de momento la salida tumultuaria de capital de Bélgica, pero no por eso irá éste filtrándose menos por entre las mallas de la intervención, y sin reciprocidad, porque los capitales no irán hacia un país de donde saben que no encontrarán fácil salida cuando quieran.

La restricción de los cambios, que ha sido seguida de la dimisión del gabinete belga, que se considera fracasado en su política de restauración monetaria, es sin duda el primer acto de una devaluación; queda por ver si esta devaluación se realizará según el patrón inglés, dejando en libertad a la moneda de buscar su nivel, o si se intentará renunciar a la actual paridad para enganchar nuevamente la moneda al oro a un nivel más bajo, según el sistema utilizado hace algún tiempo por Checoslovaquia.

De un modo o de otro, el ejemplo repercutirá fuertemente en Holanda, cuya adhesión al patrón oro hace tiempo es minada en el país por la propaganda de los devaluadores, entre los que se encuentran personalidades eminentes de los negocios y de la ciencia; y en Suiza, cuya política monetaria se someterá en breve a referendun, y cuya opinión pública viene siendo trabajada hace tiempo por teorías monetarias heterodoxas, como la de la moneda libre.

Si el patrón oro se desploma en derredor del franco, la situación de éste se hará mucho más difícil, y definitivamente Francia tendrá que buscar algún eufemismo para desvincular su moneda del oro o de su actual paridad, sin que su amor propio padezca demasiado.

Servicio de Estudios.

21 MAR. 1935

## CRÓNICA SEMANAL.

La incógnita que todavía encerraba el belga la semana pasada ha tardado bien poco en despejarse. En tres o cuatro días de bolsa y de crisis gubernamental, la moneda belga se ha devaluado en un 15 %. Cualesquiera que sean los proyectos que respecto de la moneda abrigue el nuevo Gobierno que acaba de formarse bajo la presidencia del Subgobernador del Banco de emisión de aquel país, la cuestión queda ya prejuzgada y tajantemente resuelta.

No hay ya otra opción para el belga que ser una moneda depreciada, decaída de su antiguo valor. El argumento de que era una moneda el franco belga que ya se había devaluado a la sexta parte de su valor, no ha servido de nada contra los imperativos de una nueva devaluación que las circunstancias ineludiblemente imponen. Antes ha caído el franco belga, que era una moneda estabilizada en una baja fracción de su antiguo valor, que el florín y el franco suizo, que son monedas que lograron, por la neutralidad en la guerra de sus respectivos países, conservarse intactas. El argumento no tiene ninguna consistencia ni para el franco belga ni para el franco francés. Aquellas pasadas devaluaciones - ya lo hemos dicho otras veces - eran la consolidación de antiguas pérdidas sufridas, de hechos ocurridos con anterioridad, y no tienen nada que ver con los acontecimientos posteriores que imponen nuevos recortes de la moneda. La devaluación precedente no tiene más influencia en la cuestión, que las muchas devaluaciones que han ocurrido desde los tiempos de Carlomagno, y que han ido reduciendo progresivamente la libra de plata - unidad monetaria de aquellos remotos siglos - al franco actual.

Volviendo a la cuestión actual del belga, decíamos que su suerte ha quedado determinada antes de que el nuevo Gobierno se formase. ¿Qué Gobierno, por riguroso guardador que quisiera ser de la pureza monetaria se atrevería a remontar una depreciación de la magnitud de la que sufre ya de hecho <sup>moneda</sup> la/de Bélgica? En rigor la cues-

ción quedaba prejuzgada desde el momento en que el Gobierno Thurnis abandonó el poder dejando como testamento monetario el aparato ortopédico de la Oficina de Cambios y pronunciando aquellas significativas palabras de no haber encontrado la necesaria cooperación para mantener la moneda, finalidad a que había ligado aquel Gobierno sus actos y su existencia, y en la que se consideraba fracasado. Le faltó la necesaria cooperación en el interior y en el exterior.

Francia no quiso prestar, probablemente no podía prestar, la ayuda que se le pedía, pues lo que interesaba a Bélgica eran ventajas comerciales, y esas ventajas comerciales no las podía ofrecer Francia, país para el cual el aparato aduanero y de contingentes es un elemento esencial de su sistema económico. Ofreció sí lo que podía, recursos financieros, pero, según se dice, con hipoteca sobre el oro del Banco belga. Lo que Bélgica quería era precisamente preservar ese oro en la avalancha que veía venir sobre su moneda; darlo en prenda de un préstamo que tendría que gastar en la defensa de la moneda, acaso infructuosamente en definitiva, y que no podría por tanto reintegrar, era suicidarse para evitar un peligro de muerte.

"Ningún país - dice el "Financial News" - tiene nada que ganar en usar su propio oro y encima pagar interés por él, y las autoridades belgas hicieron bien en rechazar la oferta". En el bloque oro parece haber llegado el momento del "sálvese el que pueda".

El jefe del nuevo Gobierno belga se dice que es hombre de ideas atrevidas en economía, algo impregnadas de norteamericanismo, y se supone que abriga proyectos de nuevos ensayos, de nuevos estilos económicos. Razón de más para que la conservación de la paridad oro del belga sea cosa ya para la historia. Lo interesante ahora es qué decisión va a tomar el nuevo Gobierno en cuanto a la posición legal de la moneda, puesto que en cuanto a su posición real poco cabe hacer. ¿Va a adoptar una nueva paridad condicional estilo americano? ¿Va a dejar flotar simplemente el belga para que busque su nivel adecuado?

La división simplista del mundo en bloque oro, bloque esterlina, bloque dólar, parece que impone, una vez Bélgica apartada

del bloque oro y dadas sus naturales afinidades económicas, su caída bajo la influencia de la libra, pues el dólar se halla demasiado lejos de sus intereses inmediatos. Muchos consideran sinónimo en Europa el dejar el oro y el seguir a la libra, pero en realidad imponer al belga la depreciación que ahora sufre la libra sería manifiestamente erróneo. En los tres años y medio que el belga ha seguido unido al oro y la libra desconectada de él, Bélgica ha intentado y ha conseguido realizar un cierto grado de deflación, aunque en último resultado la deflación haya fracasado por insuficiente y por imposible de proseguir. Pero ese grado de deflación conseguido impone ahora probablemente un margen diferencial entre la desvalorización natural de una y otra moneda. Si se impusiese al belga la misma depreciación que sufre la libra, quedaría verosímilmente subvaluado y forzaría a su vez la libra a la baja, como ha sido el caso de la subvaluación artificial del dólar.

El peligro de una guerra de monedas no está en que éstas dejen su paridad oro para convertirse en monedas fluctuantes. Una moneda fluctuante adquiere el nivel que le corresponde, dados los factores económicos en curso, y mientras no se le imponga una cotización artificial, no puede ejercer acción deprimente sobre las otras monedas, precisamente porque no tiene punto fijo de apoyo. Hay, sí, los fondos de regulación, mas no existe fondo de regulación bastante grande para mantener duraderamente una cotización artificial. Otra cosa ocurre cuando se le da a la moneda una cotización fija en oro a cuyo tipo se compra o vende oro, porque si su cotización es exageradamente baja, provoca un superávit de la balanza de pagos que tiende a saldarse en oro y a deprimir la cotización de las monedas pertenecientes a países que se niegan a dar oro, y a causar una deflación en aquéllos en que sigue rigiendo el mecanismo de patrón oro libre. El peligro de guerra monetaria reside en que, si cada país hiciese revaluaciones sucesivas a tipos cada vez más bajos para adquirir ventajas comerciales, se llegaría a una com-

patencia de devaluaciones.

La ventaja de una moneda fluctuante es que se adapta automáticamente a todas las variaciones de las circunstancias. Si, por ejemplo, los países consumidores de las producciones de un país de moneda fluctuante aumentan sus barreras aduaneras, provocar un déficit en la balanza de pagos de éste, pero como ese déficit no se puede saldar en oro, su moneda sufre automáticamente la depreciación suficiente para que el saldo se verifique en mercancías: la depreciación reprime a la vez la importación y estimula la exportación. De aquí nace, en las circunstancias tan variables del mundo actual, la superioridad que han mostrado los sistemas de moneda inconvertible, si no para provocar la prosperidad, siquiera para contener y paliar la depresión. La defensa del cambio fluctuante se ha mostrado mucho más eficaz que la defensa aduanera, de contingentes y de restricciones en los cambios, porque todas estas medidas restrictivas en definitiva obran tanto sobre la importación como sobre la exportación, asfixiando al comercio; en tanto que la defensa monetaria, siendo menos agresiva, al mismo tiempo que restringe las importaciones estimula y favorece las exportaciones, realizando un equilibrio que en las condiciones actuales del mundo importa más que la fijezca del cambio.

Servicio de Estudios.

28 MAR. 1935

## Crónica semanal.

---

En las múltiples modalidades de devaluación monetaria que se van sucediendo, el procedimiento seguido por Bélgica no deja de ofrecer particularidades nuevas. Inglaterra, que inauguró esta etapa de desvalorizaciones, se limitó a suspender el funcionamiento del patrón oro y a dejar en libertad a la libra de que fluctuase a impulsos del mercado; poco después creó el fondo de regularización, que no ha demostrado una extraordinaria eficacia, pues la libra no ha dejado por eso de oscilar ampliamente en ambos sentidos, sin que la importante masa de maniobra de que se dispone haya logrado impedirlo. Los países que siguieron a la libra se limitaron a copiar el mismo sistema, o a fijar el valor de sus monedas con relación a la libra.

Norteamérica siguió al principio igual proceder, pero, preocupada de hacer subir sus precios tanto o más que de buscar una nueva paridad para el dólar, pronto realizó aquella estabilización provisional que fijó un límite máximo al valor del dólar, límite máximo que era evidentemente demasiado bajo, lo que ha sido, causa principal, a nuestro entender, de la tendencia bajista de la libra, por la considerable presión que sobre ella ejerce una economía de tal magnitud como la del otro lado del Atlántico.

Checoslovaquia siguió un sistema más radical, devaluando la corona bruscamente sin dejar de mantenerla anclada al oro.

Bélgica ha seguido un sistema intermedio entre todas éstas, sin adaptarse exactamente a ninguno. En primer lugar fijó entre 25 y 30 por 100 los límites de devaluación, pero desde el momento en que ha establecido en 28 por 100 el tipo de depreciación del belga al cual el Banco comprará el oro y divisas que se le ofrezcan, el límite inferior es completamente in-

operante, pues aunque la cotización de la moneda belga era todavía muy superior a esa cotización, a pesar de la corriente de exportación de capitales y al efecto especulativo que ejercían las verosímiles noticias de una inminente e importante devaluación, el efecto inmediato será llevarla a este tipo, incluso importando oro en Bélgica.

Un fenómeno que se ha advertido en Bélgica y que no se presentó en los demás países devaluadores, ha sido una afluencia de compradores que deseaban invertir sus fondos en mercancías y valores reales, como medio de sustraerse a los efectos de la devaluación de la moneda, y una brusca alza de los precios al por menor. Aparte de lo que en ello haya podido influir la psicología de cada pueblo, creemos que en el caso de Bélgica ha habido una influencia directa de las campañas de devaluadores y de partidarios de la estabilidad. En la pasional campaña de unos y otros se han extremado los argumentos: los partidarios del mantenimiento del patrón oro habían hecho creer a mucha gente (') que la devaluación suponía el encarecimiento inmediato de todas las cosas, la pérdida de la mayor parte de sus ahorros por los economizadores, y esto ha contribuido a dar al acto de la devaluación, el fin inevitable, un carácter dramático que no tenía por qué afectar y que una depreciación gradual bajo los efectos naturales del mercado le hubiese quitado en su mayor parte.

Las explicaciones que M. van Zeeland ha dado respecto al estado interno del país en el aspecto económico y financiero

---

(') Existe además la circunstancia en Bélgica de ser un país que había hecho hace pocos años la devaluación de la moneda a un sexto de su valor de 1914, y conserva muy vivo el recuerdo de esa amputación. Aunque las circunstancias sean ahora muy distintas y en cierto modo inversas, porque entonces se trataba de consagrar una devaluación real, y ahora de contener una revaluación imposible, esta diferencia es menos visible y la analogía fácil de explotar sentimentalmente.

durante el período que precedió a la devaluación son sumamente interesantes. La situación de la Banca era insostenible, pues a las dificultades ya crónicas debidas al progresivo acentuamiento de la depresión que había ido inmovilizando sus recursos comprometidos en gran parte en negocios industriales congelados por la crisis, se sumaba últimamente una demanda creciente de fondos por parte de los depositantes, que hubiera llevado al cierre a la mayoría de los Bancos. Los enemigos de la devaluación acusan al actual gobierno belga de haber sacrificado a la Banca los intereses de los ahorradores y de los obreros, cuyos capitales y cuyos salarios respectivamente se verán mermados por la devaluación. Pero no vemos lo que el ahorro en general hubiera ido ganando con la quiebra de los Bancos; y en cuanto a los obreros, el <sup>creciente</sup> paro era un mal efectivo muy superior a la hipotética reducción de los salarios reales.

La hipotética puede calificarse muy bien la pretendida merma en los jornales y en el valor real del ahorro, porque esa merma se basa en el supuesto, aceptado como axiomático por los partidarios enragés de la moneda sana, de que un alza de precios violenta va a seguir a la devaluación. Pero tal hipótesis no se apoya sobre la experiencia. Ni en Inglaterra ni en Norteamérica ha seguido a la desvalorización de la moneda un alza comparable, con harto sentimiento de los directores de la política económica que quisieran ver producirse esa alza como medio para favorecer el reajuste de la situación industrial. Ciertamente que en Bélgica se dice que ha habido un efecto fulminante de alza, pero ello es debido a la reacción determinada por las campañas precisamente de los que la temen o la anuncian. Ningún factor real puede existir para ella, al menos por el momento, y al gobierno actual no le será difícil por eso reprimirla, a poca energía que en ello emplee.

Y, mientras la moneda conserve su valor interno, no se puede hablar de una pérdida para los perceptores de retri-

rucciones fijas ni para los tenedores de capitales, puesto que unas y otros conservan su poder adquisitivo. La pérdida es únicamente para los extranjeros tenedores de valores o propiedades cuyas rentas se paguen en moneda devaluada. Por otra parte, lo que ocurría en realidad mientras la existencia de un patrón oro fijo forzaba los precios a la baja, es que esas rentas fijas iban elevando injustamente su poder adquisitivo, y el desajuste nacido de ello es lo que agrava la depresión en los países que conservan un patrón inmutable.

Hay todavía muchas gentes que, sin percibir claramente el enlace que existe entre el valor interno y externo de las monedas, tienden a confundir una cosa con otra. La cotización de una moneda en otras divisas es un signo puramente exterior del valor de una moneda; el valor interno, el más importante, está dado por su poder adquisitivo en el mercado interior; y todavía no es lo que importa el sostener ese valor interno en un punto más alto, sino que ese valor sea conservado en un punto adecuado al buen equilibrio de una economía.

Por haberse obstinado en mantener un evidente desequilibrio en este orden, que la deflación no permitió corregir, y haber consentido que se acentuara profundamente, la nación belga se ve ahora abocada a embarcarse en una aventura de economía dirigida de resultados bastante inciertos, y que acaso hubiese podido ser evitada con una política monetaria menos obcecada y más previsora.

Servicio de Estudios.

- 4 ABR. 1935

## C R O N I C A   S E M A N A L .

Por el momento parece un poco aquietada la tormenta desencadenada por la devaluación del belga. Estabilizado de hecho el cambio de esta moneda nuevamente, van afluyendo aceleradamente al país los capitales que habían emigrado, realizando un importante beneficio, lucro algo inmoral si se quiere, pues recae en provecho de quienes se apresuraron a expatriar sus capitales y precipitaron así la caída de la moneda, de la cual ahora se lucran. Ello servirá de coto para que en casos análogos otros procedan lo mismo. Así se explica el fuerte ataque que han sufrido a seguida de devaluarse el belga, las monedas de Holanda y Suiza por parte de quienes creían en su inmediato derrumbamiento.

Esta vez el franco suizo y el florín han resistido, pero la confianza en ambas monedas está socavada. La cuestión que el extranjero se plantea no es la de si caerán o no dichas monedas, sino la de cuándo ocurrirá este hecho ya descontado y cuál será de las dos la primera en seguir el camino del franco belga.

Tiene la ventaja el florín de la buena situación de la banca holandesa y su estado de liquidez, muy diferente a la de los bancos belgas cuyos depósitos se hallaban en gran proporción congelados, lo cual apresuró la caída del belga por temor de agravar con medidas restrictivas la crisis financiera que atraviesa la banca de aquel país. No sucede así a la banca suiza cuya situación se parece más a la de los bancos belgas y se vería muy comprometida por una rápida huida de capitales. En cambio, la situación comercial de Holanda, ya bastante dificultada por la crisis y por la depreciación de las monedas de los países nórdicos, se verá más inmediatamente afectada por la devaluación del belga, que amenaza con suplantar en gran parte el tráfico de sus puertos a beneficio del de Amberes y con crearle en todos los órdenes una temible competencia por parte del país vecino.

Las autoridades actuales de Suiza y Holanda se hallan francamente decididas a mantener sus monedas, pero esto sucede siempre, hasta el día antes de ocurrir lo contrario. Véase si nó el ejemplo reciente de Bélgica. No cambia de un día a otro la opinión de los que dirigen los asuntos públicos, pero es cosa de pocas horas o días el cambio de un Gobierno deflacionista por un Gobierno devaluador. Los partidarios de un viraje en la política monetaria no faltan ni en Suiza ni en Holanda: por el contrario, los partidos devaluadores van en aumento. Si las circunstancias siguen siendo cada vez peores, y todas las probabilidades están en que lo sean en tanto la deflación prosiga, el momento de la crisis puede sobrevenir a cada instante. La especulación no dejará de tantear de vez en cuando. Los deports sobre las monedas en entredicho se han distendido bastante por el momento, en vista de la resistencia que han demostrado ante el reciente ataque, pues habían llegado a rebasar el tipo de 30 % anual de descuento, pero descuentos del 15 % o más, que persisten todavía, indican bien escasa confianza del mercado en tales monedas.

La cobertura oro es todavía muy amplia, más para el franco suizo que para el florín, pero la experiencia nos advierte cuán poco valor hay que conceder a este factor en el pronóstico de las crisis monetarias actuales.

Servicio de Estudios.

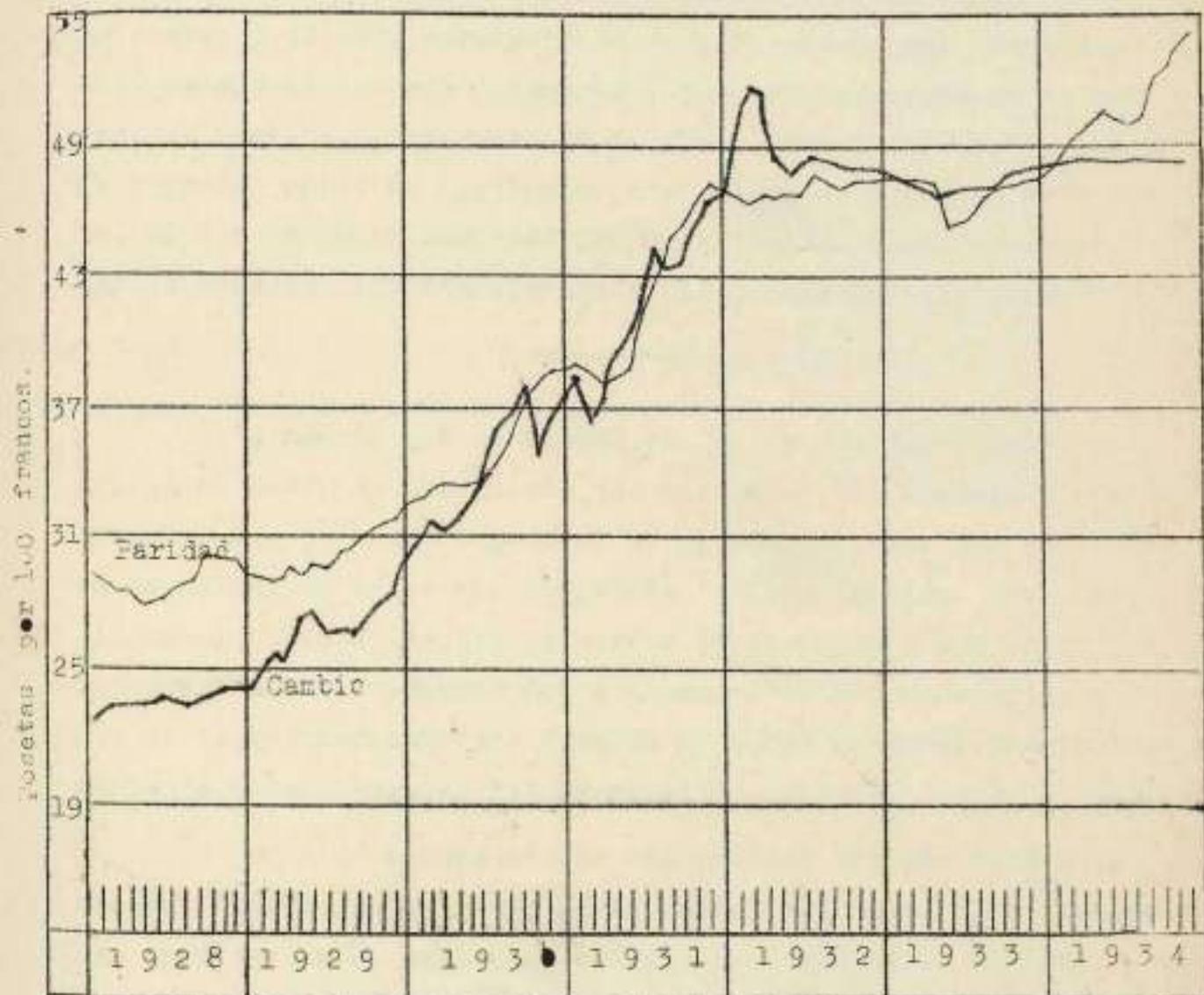
11 ABR. 1935

LA PARIDAD ECONOMICA DE LA PESETA Y EL CAMBIO FRANCÉS.

(Su tendencia respectiva)

(Índice francés de 45 mercancías e índice español del Instituto Geográfico.)

Aunque no se pueda atribuir un valor absoluto a la relación que guardan la paridad económica entre dos monedas y su tipo de cambio real,



como tendencia general comparativa es indudable que tiene una clara significación. Nos proponemos ir dando gráficamente la comparación entre la marcha del cambio y la paridad entre las diversas monedas y la peseta, comenzando al efecto por la moneda francesa.

Nuestra moneda se ha mantenido sensiblemente supervaluada (a juzgar por la paridad económica calculada) desde 1924, tanto durante la caída del franco hasta 1926 como en su subsiguiente elevación, desde esa fecha (estabilización) hasta mediados de 1930. A partir de entonces, los cambios y paridad suben con escasas divergencias hasta que, en los primeros meses de 1932, el cambio alcanza su punto culminante, quedando la paridad muy por debajo (peseta subvaluada). Pero a seguida la cotización del franco cae otra vez, hasta casi estabilizarse en los alrededores de 48 Ptas. por 100 frs., divergiendo poco de la paridad, que antes bien se mantiene por debajo. En los comienzos de 1934, el cambio se estabiliza casi completamente de hecho, pero la paridad tiende a subir rápidamente, separándose notablemente del cambio, de modo que la peseta tiende a sobrevaluarse. El hecho es muy significativo por cuanto la moneda francesa se considera generalmente como una moneda sobervaluada con respecto a casi todas las demás. El alza de la paridad monetaria se debe a que los precios en España no siguieron la tendencia a la baja que han acusado los de Francia en el último período.

## C R Ó N I C A   S E M A N A L .

La última decisión del Gobierno norteamericano sobre la plata, y el alza subsiguiente de este metal, han trasladado esta semana el interés financiero, que estaba puesto en el mercado de cambios, al mercado de la plata. Nuestro reciente informe especial sobre el particular nos releva de comentar este asunto, al que ya hemos dedicado con anterioridad mucha atención, por la especial importancia que reviste para nuestro país.

---

A medida que el bloque oro se va descomponiendo, se acentúa el deseo de los países que quedan en él, especialmente de Francia, por un retorno general al patrón oro, que les salve de la necesidad de tener que suspenderlo ellos también. Pero hay síntomas evidentes de que la verdad se abre paso, aun entre los más acérrimos partidarios de la actual política monetaria, y de que se va reconociendo que Francia no pueda sostener indefinidamente la actual paridad del franco.

Esta necesidad de dar una paridad oro más baja a la moneda francesa no se llama devaluación, se llama - los franceses son maestros en el empleo de eufemismos - reajuste. El franco necesita ser reajustado: he aquí la forma ó la fórmula con que se va insinuando tímidamente la necesidad final de una devaluación.

Un nombre autorizado en la política financiera del país vecino, M. Lamoureux, acaba de declarar en un discurso, que una de las condiciones previas que tiene que realizar el Gobierno para resolver la crisis es la estabilización general de las monedas, después del reajuste si es necesario. Antes de esto, había tenido buen cuidado de declararse adversario de la devaluación y de los nuevos experimentos monetarios.

Es difícil compaginar una cosa con otra. Aunque los

franceses sean autores del refrán: "le nom ne fait pas la chose", no se atienen mucho a él. Disfrazan la misma cosa con distintos nombres y creen enseguida que se trata de diferentes cosas. En el fondo, entre la devaluación y el reajuste de que M. Lamoureux habla, no hay otra diferencia sino que él insinúa una devaluación del franco como precio de que todos los países estabilicen, en vez de una devaluación a priori.

Pero a los demás países les interesa muy poco que Francia devalúe o no el franco. Antes bien desean, desde el punto de vista de la competencia comercial, que Francia mantenga cuanto tiempo pueda el valor de su moneda, y hasta es posible que en ello le ayuden un poco, aun a trueque de sufrir algunas pérdidas. A quien le interesa en todo caso devaluar es a Francia misma, para poner su moneda más en armonía con las demás, para reajustarla según la palabra preferida por sus economistas.

Si en algunos sectores extranjeros se mira con simpatía una probable caída del franco, no es desde un punto de vista práctico, sino desde un punto de vista doctrinal, porque son muchos ya los que creen que la desaparición de todas las monedas oro es un paso previo necesario para llegar a una estabilización general sobre nuevas bases.

Sea de esto lo que quiera, la cuestión está en si Francia podrá diferir ese reajuste que sus hacendistas empiezan a admitir como acaso necesario, (') hasta que los demás países se avengan a estabilizar. Esto parece un poco lejos todavía, por lo menos no se columbra el momento en que puede ocurrir, en tanto que la necesidad imperiosa de la devaluación hace ya mucho tiempo que se advierte claramente y parece cada día más ineludible. Cuanto más tarde, mayores serán los estragos causados por no haber reconocido su necesidad a tiempo.

Servicio de Estudios.

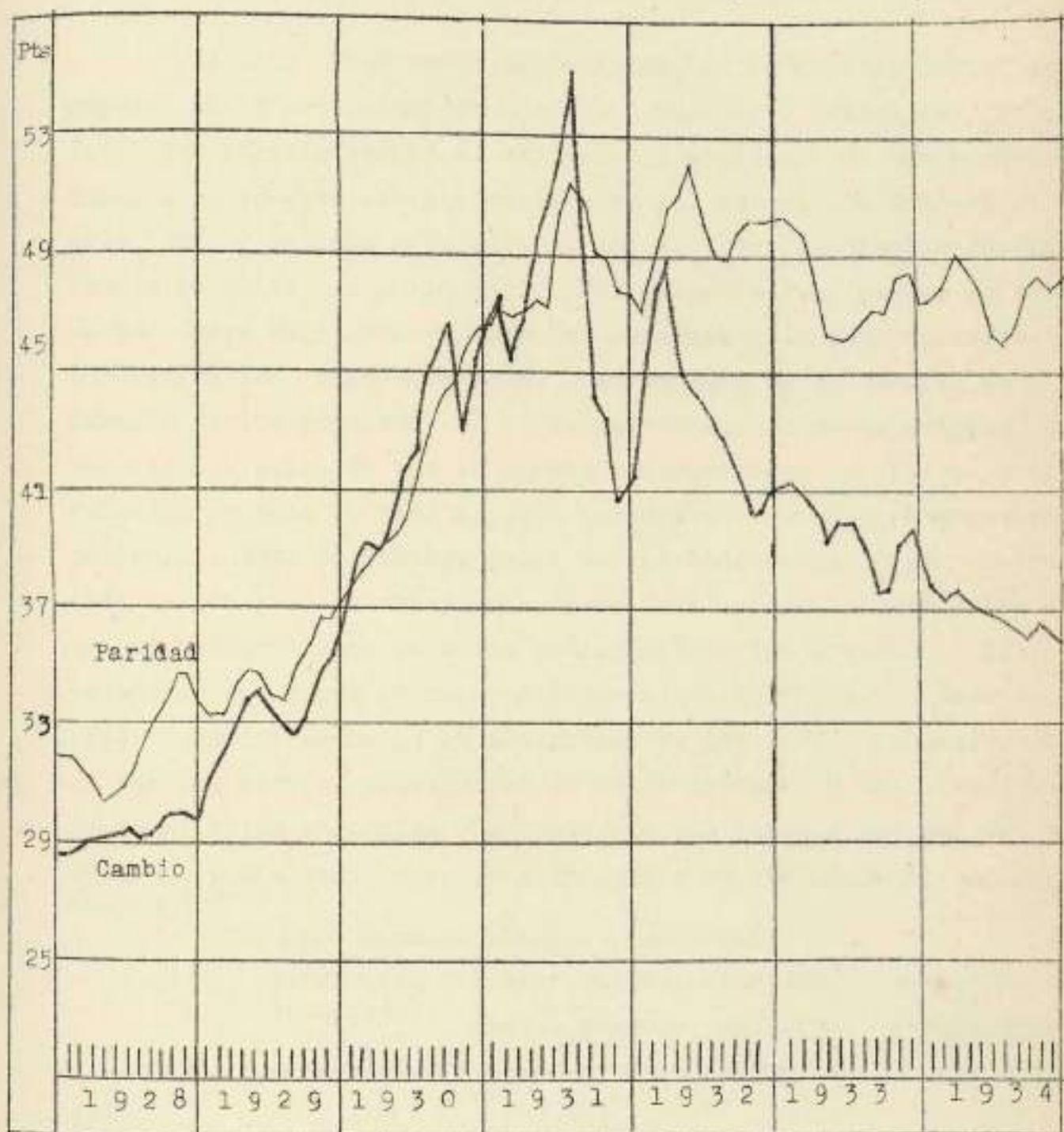
---

(') Otro ejemplo de esa tendencia vacilante que se advierte ya en los mejores economistas franceses es el artículo de Mr. Charles Rist en "L'Europe Nouvelle" cuyo párrafo más esencial se hallará en las páginas que siguen.

# LA PARIDAD ECONOMICA Y EL CAMBIO ENTRE LA PESETA Y LA LIBRA.

(Índice inglés del "Statist" e índice español del I.G.B.)

Continuando la serie de estudios comparativos cuya publi-



oación iniciamos en el informe semanal precedente, damos hoy la comparación de la peseta con la libra.

La paridad calculada que se mantuvo por debajo del cambio entre los años 1922 y 26, se eleva notablemente sobre el cambio a fines de ese último año para mantenerse por encima, pero con tendencia convergente, hasta principios de 1930, fecha a partir de la cual cambio y paridad se entrelazan repetidamente hasta que a la separación de la libra del oro (setiembre de 1931), el cambio de la libra sufre una enorme caída que le va separando cada vez más de la paridad, salvo la breve reacción de principios de 1932. La tendencia divergente se acentúa últimamente.

## CRÓNICA SEMANAL.

Algunas veces hemos hecho notar, en estos comentarios semanales de la actualidad financiera o monetaria extranjera, el interés que ofrecía seguir el experimento monetario de Checoslovaquia, que, como es sabido, en Febrero del año pasado devaluó su moneda, que se hallaba a la paridad con el oro y sin inminentes peligros de caída, en un 16 2/3 %. Naturalmente que, aunque la operación fuera realizada en frío, no obedecía a un afán caprichoso de devaluación, sino a la idea, bien fundada en el estudio estadístico de los precios y en el desenvolvimiento de la balanza comercial del país, de que la moneda checoslovaca se hallaba sobrevaluada, lo cual le daba al país una desventaja en la competencia comercial. Esta desventaja podía ser evitada mediante una contracción de los precios interiores, pero sabidas son las dificultades que se oponen a esta política de deflación. Los precios no habían dejado de reducirse en Checoslovaquia: de 1928 a principios de 1934 lo habían hecho en la proporción de 969 a 645, es decir, en un tercio, pero su elasticidad se había agotado. A los directores de la política económica checoslovaca les pareció que esa deflación no podía continuar, pues la crisis se iba ahondando progresivamente.

He aquí algunos índices elocuentes:

	Producción industrial. Indices.	Exportaciones. Medias mensua- les.	Parados. Millones.	Quiebras. Medias men- suales.
1928	100	1.765	39	43
1929	104	1.707	42	54
1930	93	1.455	105	74
1931	84	<b>1.092</b>	291	86
1932	66	611	554	118
1933	63	487	738	130
1934 Enero	62	395	838	138

La devaluación hizo cesar casi instantáneamente la deflación de los precios al por mayor, que han ido subiendo, pero en me-

nor proporción en que fué devaluada la moneda. Véase su marcha mensual.

1933	Agosto.....	660	
	Septiembre...	658	
	Octubre.....	654	
	Noviembre....	650	
	Diciembre....	647	
1934	Enero.....	645	
	Febrero.....	666	(devaluación)
	Marzo.....	663	
	Abril.....	658	
	Mayo.....	660	
	Junio.....	698	
	Julio.....	688	
	Agosto.....	689	
	Septiembre...	687	
	Octubre.....	691	
	Noviembre....	691	
	Diciembre....	694	
1935	Enero.....	698	
	Febrero.....	700	

Los índices coyunturales acusaron muy pronto una mejoría.

	Producción industrial. Indíce.	Exportación. Medias mensuales.	Parados. Millones	Quiebras. Media mensual.
<u>1933.</u>				
Agosto.....	63	443	626	107
Septiembre....	64	548	623	132
Octubre.....	67	574	630	130
Noviembre....	68	563	691	137
Diciembre....	64	587	780	114
<u>1934.</u>				
Enero.....	62	395	839	138
Febrero.....	64	447	844	105
Marzo.....	69	631	790	107
Abril.....	73	551	704	142
Mayo.....	74	539	625	111
Junio.....	72	580	583	103
Julio.....	70	615	569	94
Agosto.....	71	595	572	85
Septiembre....	72	752	576	68
Octubre.....	70	723	599	108
Noviembre....	69	693	668	117
Diciembre....	68	757	752	83

	Producción industrial. Indices.	Exportación. Medias men- suales.	Parados. Millones.	Quiebras. Media non- sual.
1935.				
Enero.....	67	474	818	-
Febrero.....	-	519	833	-
Marzo.....	-	585	804	-

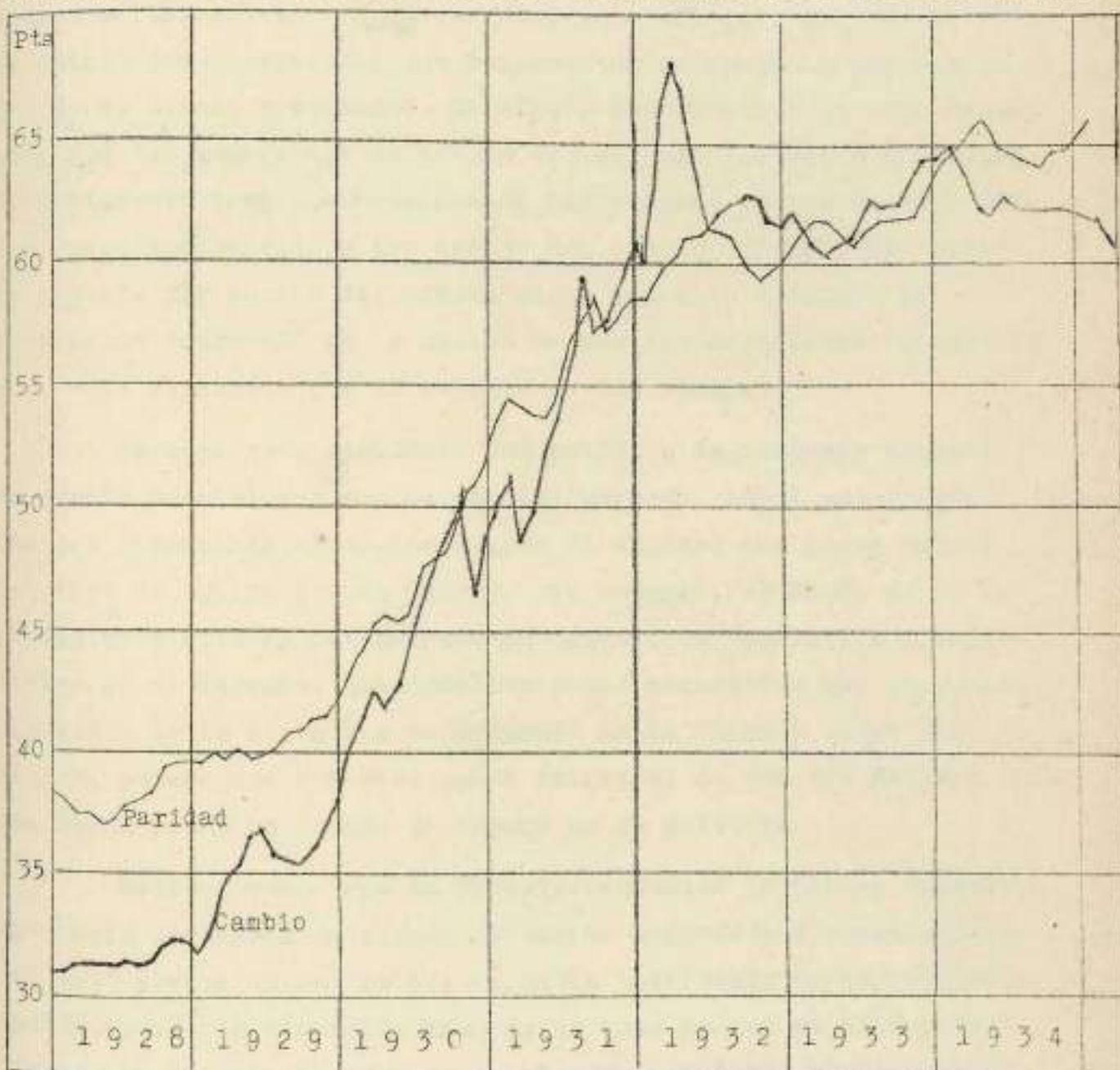
Estas cifras donotan más que nada un alivio pasajero, que en general no ha continuado: por el contrario, al poco tiempo se ha iniciado un retroceso sensible, pues si bien los índices de producción son todavía sensiblemente superiores a los de antes de la devaluación, tienden a ir cayendo de nuevo, y aunque el comercio de exportación es más elevado que antes (en parte debido a los más altos precios), las cifras de parados han vuelto a aumentar hasta igualar a las de los meses inmediatos a la operación devaluadora.

Aunque sería prematuro querer inferir de esto un juicio definitivo acerca del experimento checoslovaco, dados los muchos factores en juego, lo que parece indicar es que una devaluación era necesaria en Checoslovaquia, puesto que su efecto favorable se acusó en seguida en un mejoramiento de la situación económica, pero que sus efectos subsiguientes se han visto estorbados y detenidos. Caben naturalmente diversas conjeturas acerca de las causas que van frenando ese auge, pero aparte de la situación general del mundo poco propicia al desarrollo de la prosperidad en ninguna de sus partes, una de las hipótesis más plausibles que cabe hacer es que el seguir la corona checoslovaca anclada al oro, aunque a un nivel más bajo, ha perjudicado a la adaptación de su economía. Los países que han dejado su moneda en libertad, se han defendido mejor de las influencias en general adversas ahora de las medidas restrictivas de los demás países y de la evolución de sus economías particulares. Además, quizás la devaluación de la corona fué insuficiente, y su economía se ha visto prematuramente sometida de nuevo a las fuerzas opresoras de la deflación causada por la continua subida del precio del oro.

# LA PARIDAD ECONOMICA Y EL CAMBIO ENTRE LA PESETA Y LA LIRA.

(Indices de Bachi y del I. G. F.)

En el período que precede a 1927 no se manifiestan grandes disparidades entre la **paridad** económica y el cambio de la lira con la pese-



ta. A fin de 1926 se inicia una divergencia entre cambio y paridad que culmina en 1928 (véase gráfico). A partir de este año, paridad y cambio tienden a convergir hasta confundirse a mediados de 1930 y entrecruzarse después con varias fluctuaciones; en los años 1932 y 33 el cambio se mantiene más bien encima de la paridad, pero en febrero de 1934 esta tendencia se invierte, subiendo la paridad mientras el cambio baja, con una divergencia creciente a juzgar por los últimos datos de que se dispone.

## C R Ó N I C A   S E M A N A L .

Los mercados se han visto perturbados en la última quincena por la súbita alza de la plata determinada por la decisión del Gobierno norteamericano de elevar el precio oficial, que en una semana sufrió dos elevaciones que representan en conjunto una subida de  $\frac{1}{5}$  de su precio precedente. El efecto especulativo de esta decisión fué tan grande que el precio del mercado que venía ascendiendo lentamente como consecuencia de las compras de los Estados Unidos, pero manteniéndose por debajo del precio oficial, se colocó de repente por encima del precio mucho más alto asignado por el Presidente Roosevelt en la última de sus dos decisiones consecutivas, sólo separadas por el espacio de una semana.

Parecía que, siguiendo esa política de mantener siempre el precio oficial por encima del del mercado, móvil que originó las dos repentinas elevaciones, era de esperar una nueva subida del tipo de compra por el Tesoro. Sin embargo, el hecho no se ha producido y ello ha determinado un momento de vacilación y expectativa en el mercado. Las complicaciones monetarias que la súbita elevación de la plata han determinado en la China y sobre todo en Méjico, parece que han sido causa principal de que los Estados Unidos hayan hecho un compás de espera en su política.

Méjico, como importante país productor de plata, industria que había llegado a un estado de enorme depresión a consecuencia del bajo precio de ese metal, se halla interesado en su revalorización, pero una elevación tan rápida como la que se está produciendo, no sólo ha perturbado su sistema monetario recientemente apoyado sobre la plata, sino que amenazaba causar serios desórdenes como consecuencia de una sobrevaluación del peso con respecto al dólar. Méjico ha tenido que acudir a clausurar temporalmente sus Bancos, requisar la moneda de plata circulante, que resultaba sobrevaluada y en inminente riesgo de exportación, y sustituirla, con una urgencia que ha originado dificultades, por moneda de papel

y piezas de cobre. Al mismo tiempo ha fijado oficialmente el cambio del peso con el dólar, que, bajo los efectos de la alta valoración de la plata y su exportación consiguiente, tendía a subir desmesuradamente amenazando el equilibrio de su balanza comercial. Obsérvese que los países reaccionan ahora con más fuerza y premura ante un alza de la estimación del valor de su moneda que ante una baja, que era lo que antes solía evocar más susceptibilidades.

No es de creer, sin embargo, que la gran nación norteamericana desista definitivamente de su política de la plata. Obedece sin duda a un plan meditado que más pronto o más tarde se intentará llevar a cabo. Alguna prensa extranjera trata la cuestión como obedeciendo a un puro capricho de los actuales directores de la política americana, o como promovida por móviles de pequeña política interior con el fin de dar pasto al vigoroso partido de los argentistas. No es ésta nuestra opinión. La política de la plata es, a nuestro parecer, un elemento en el plan económico general de resurgimiento que el Presidente Roosevelt se ha trazado. Parte importante de ese plan lo constituye el mantener el dólar a un nivel en el cual se halla evidentemente subvaluado. Esto quiere decir que su balance de pagos se ve fuertemente desnivelado en favor de los cobros, desnivel que, en las circunstancias actuales de inseguridad y falta de demanda de capitales en el mundo, no puede compensar mediante una fuerte colocación de capitales americanos en el extranjero. Y como hay que compensarlo de un modo o de otro, so pena de ver subir el dólar - quiérase que no - sobre la paridad que provisionalmente se ha fijado como máxima, no hay más remedio que saldarlo con compras de oro y plata, ya que contra el saldo con otras mercancías se defiende con todo tesón, a fin de restringir la competencia a su propia producción.

La misma importación de plata hubiera sido mal acogida como propicia a causar una mayor depreciación de ese metal, cuya minería pasaba ya allí por una acerba crisis. Pero comprada la plata por el Tesoro en el interior a un precio de favor, y en el exterior al precio corriente, e ingresada en las arcas del Tesoro a

cambio de billetes por su equivalencia legal de 1'29 \$ la onza, produce cuatro efectos que concuerdan con los fines de la política económica de Roosevelt: 1º, constituye un medio de saldar los excedentes de divisas, de tal modo que ese excedente no vaya a empujar hacia arriba el valor del dólar; 2º, estimula la revalorización de la plata con gran satisfacción de los interesados en esta producción; 3º, obtiene el gobierno americano una importante reserva por la diferencia entre el precio de compra y el precio legal de la plata, la cual podrá emplear en sus planes de reconstitución; 4º, infla la circulación, lo cual es propicio a la realización de la política de elevación de precios que el gobierno americano persigue.

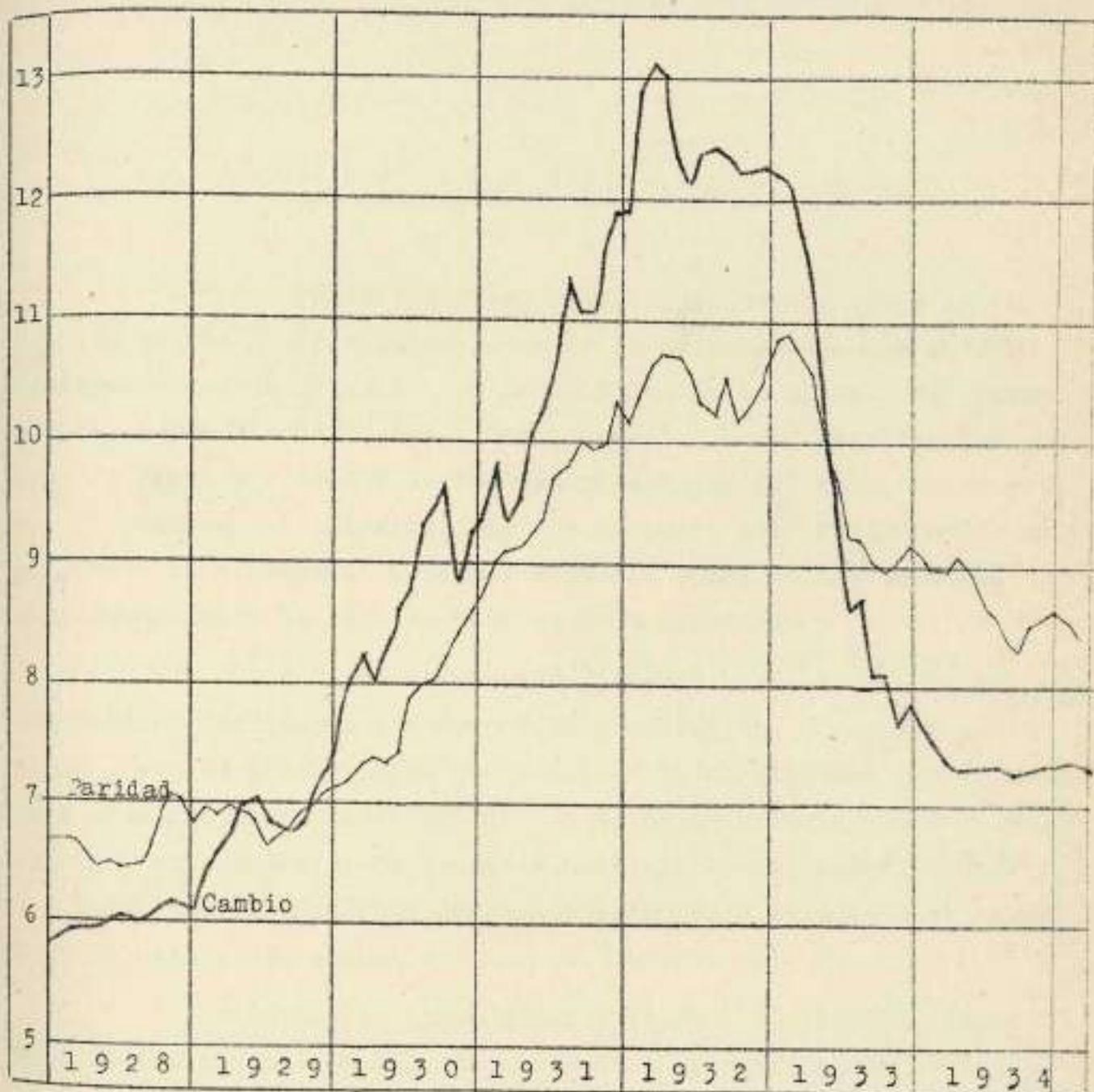
Hay, sin embargo, un punto algo desconcertante en todo ello. Si América se propone realmente constituir importantes stocks de plata, parece natural que procurara hacer sus compras de la manera más propicia para no alarmar al mercado, con lo cual conseguiría comprar a un bajo precio una parte más considerable del stock que se propone constituir y engrosaría su beneficio.

Pero, en vez de esto, mientras sus compras no parecen importantes en demasía, sus continuas elevaciones del precio interior excitan la especulación que empuja las cotizaciones fuera de toda relación con la situación efectiva del mercado. ¿A qué obedece este proceder? Este es el punto que sólo el porvenir nos puede aclarar.

Servicio de Estudios.

- 2 MAYO 1935

P.ARIDAD Y CAMBIO DE LA PESETA CON EL DOLAR.



La paridad venía estando por encima del cambio en general desde 1925 alcanzando su máxima divergencia en 1927. A partir de esa fecha convergen, hasta invertirse la posición en 1929. Durante 1930 y 31 se aumenta la separación, siempre con el cambio por encima de la paridad. La devaluación del dólar determina, a comienzos de 1933, la caída del cambio hasta volver a quedar por debajo de la paridad. Desde la primavera de 1934 el cambio se estabiliza y la paridad sigue bajando lentamente de modo que hay una tendencia convergente.

## CRÓNICA SEMANAL.

Cerrábamos nuestra crónica precedente sobre la incógnita de las futuras intenciones de la administración monetaria norteamericana en relación con la política de la plata. Esas intenciones siguen sin desvelarse. Por lo pronto, ni se reanudan las compras de plata por cuenta de Norteamérica fuera del país, ni se eleva el precio en el interior, las dos acciones que tendían a elevar el precio en el mercado mundial. Estamos, pues, relegados a las conjeturas sobre la base de esta actitud negativa.

Dos fines diferentes pueden haberse propuesto las autoridades americanas con su política argéntica: o cumplir en un plazo breve la prescripción de la Silver Purchasing Act que le obliga a adquirir plata hasta cubrir  $1/3$  de su existencia de oro; o elevar el precio interior de la plata norteamericana, prescindiendo del cumplimiento inmediato de la ley precedente para lo cual no se fija en ella plazo alguno.

Aunque los planes del presidente Roosevelt tienen un carácter muy nacional y con miras a la economía interior del país, parece de muy estrecho objetivo para la amplitud de tales planes, un propósito que se limitaría a mejorar grandemente la situación de una industria interior, pero una industria cuya importancia relativa es muy limitada en Norteamérica. Por mucho que, bajo el estímulo de los altos precios, se desarrollase la minería de la plata en los Estados Unidos, sus posibilidades están muy limitadas para que tuviese un papel importante ese desarrollo en la restauración de la prosperidad. Por otra parte, se crearía una situación muy singular e insostenible a la larga si el precio de la plata en el mercado americano y para la plata americana se elevase a 1,29 dólares por onza, paridad antigua, y el precio exterior y el mismo precio americano para la plata importada se mantuviesen considerablemente más bajos.

Toda racional interpretación de la política americana se inclina a admitir en ella un propósito de mayor amplitud y de carácter francamente monetario y coyuntural. Ciertamente es que en la ley que introduce la plata en la reserva metálica de los Estados Unidos, no se fija un plazo perentorio al cumplimiento del precepto sobre la magnitud relativa de la cobertura plata, pero es lógico que así se hiciera, aunque el propósito de las autoridades monetarias fuera llevarlo a cabo en plazo breve, pues la declaración de ese plazo hubiera dado a la especulación una base positiva sobre que operar, que hubiese elevado incalculablemente el precio de la plata. Esto se podía interpretar más bien en el sentido de que el deseo verdaderamente era comprar la plata necesaria en plazo breve y comprarla en las mejores condiciones para recabar en provecho del Tesoro americano el lucro que, de otro modo, habrían realizado los especuladores y productores extranjeros.

Pero seguir esa línea prudente de conducta hubiera requerido el ocultar cuidadosamente la intención de ir elevando constantemente el precio pagado por la plata a los productores americanos, como ha hecho dos veces en el espacio de una semana, pues esto unido a las compras en el exterior, había de desempeñar el papel de un fuerte excitante sobre la especulación y elevar rápidamente el precio de coste de sus compras fuera del país. La hipótesis más satisfactoria es que, si bien la finalidad amplia de la política de Norteamérica es producir mediante la introducción de la plata en el sistema monetario y el aumento de moneda que ello determina, un efecto estimulante masivo sobre los precios generales y la economía del país, últimamente se dejó arrastrar algo impremeditadamente por la presión de los argentistas, que están impacientes por ver llegar el precio de la plata al tipo ideal de 1,29 dólares la onza. Su acción precipitada dió lugar al fuerte brote especulativo en el mercado mundial, que hasta entonces venía manifestando un alza sostenida pero gradual. Así, se explicaría la parada hecha por las autoridades americanas en el desarrollo de su política, por el deseo de corregir el error cometido. El tener que aplazar el cumplimiento de sus pro-

pósitos sería la pena de su impremeditación. Esto, más que atender las quejas de los países perturbados por la brusca alza, sería el motivo de su alto actual, aunque le venga muy bien cotizarlo como una deferencia a esos países y hasta como una rectificación radical de su política en honor de ellos, lo que le permite velar sus verdaderas intenciones y de este modo favorecer el contra-efecto a sus medidas precipitadas. Sólo así es posible compaginar las declaraciones radicales del Ministro de Hacienda norteamericano de hace unos días, diciendo que no cesaría su política de revalorización de la plata hasta que su precio subiese a 1'29 o quedara cubierto el cupo plata de la nueva ley, y la actitud de reserva actual. Sólo que la especulación no parece decidida a dejarse convencer fácilmente y sigue sosteniendo el precio de la plata en las proximidades de los altos niveles alcanzados recientemente.

Al impetuoso partido argentista lo que le interesa de un modo directo es que suba el precio que el Tesoro paga a los productores americanos, pero sería absurdo que se desinteresase de los precios exteriores, pues un fuerte margen diferencial sería a la larga insostenible y daría por resultado que el precio americano cayese al fin al nivel exterior, en cuanto viniese una rectificación de política.

Aun cuando América logre, mediante una política de fuertes compras de plata, elevar el precio interior y exterior a la vez - lo que no le será difícil sino demasiado fácil, como demuestran los acontecimientos del último mes -, ¿cuál será la situación cuando América haya adquirido toda la plata que señala su ley actual?

Es evidente que si los demás países no siguen la política americana de reintroducir la plata en sus reservas, la caída del precio de la plata será entonces un hecho inminente. Por eso no nos sorprendería que cuando llegue el momento de entablar conversaciones para la estabilización de las monedas o de celebrar una Conferencia internacional para arreglar los asuntos monetarios,

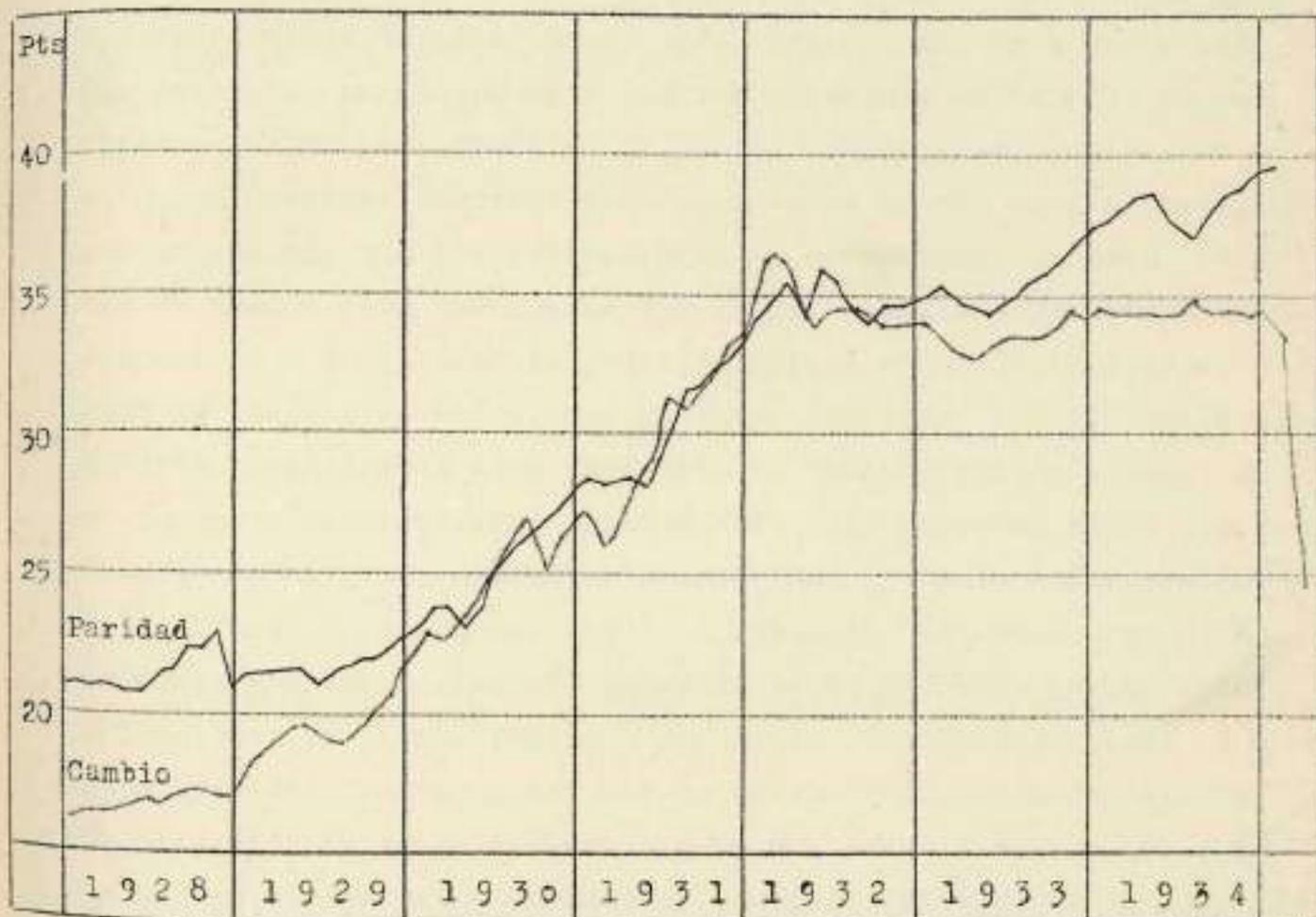
los Estados Unidos llevaran a ella, como una de las propuestas fundamentales, el que todas las naciones aceptasen la plata como un componente importante de sus reservas metálicas, renunciando al exclusivismo que ha estado de moda durante el reinado indiscutido del monometalismo oro.

Servicio de Estudios.

- 9 MAYO 1935

## PARIDAD Y CAMBIO DE LA PESETA CON EL FRANCO BELGA.

El cambio y la paridad del belga han seguido un curso muy parecido al de las demás divisas antes examinadas. Desde la gran caída del franco belga a partir de comienzos de 1925, el cambio había quedado



por debajo de la paridad. La divergencia se acentuó durante el período de estabilización de la moneda belga. A partir de 1927, ambos convergen hasta coincidir sensiblemente en los años 1930, 31 y 32. A partir del otoño de este último año se manifiesta una acusada y persistente divergencia, quedando el cambio cada vez más bajo en relación con la paridad, y la peseta sobrevalorada en relación con el período anterior. Esta divergencia es debida a la baja de los precios belgas en tanto que los españoles se muestran más reacios. Ultimamente, el cambio cae notablemente apartándose más de la paridad, a consecuencia de la devaluación del belga. Es de suponer que la paridad caerá también, aunque en menor medida, pero no se tienen todavía datos para calcular la paridad en los meses afectados por la devaluación.

## CRÓNICA SEMANAL.

La invitación del Ministro de Hacienda norteamericano para llegar a un acuerdo de estabilización no ha encontrado muy buena acogida ni parece destinada a tener consecuencias. Los Estados Unidos, después de haber hecho todo lo necesario para perturbar más de lo que ya estaba la situación monetaria del mundo, se enfrentan con él para decirle: Si existe un desarreglo monetario no es culpa nuestra: nosotros tenemos nuestra moneda estabilizada, aunque no sea más que provisionalmente, y conservamos nuestra libertad de acción para devaluarla más si nos conviene. También estamos dispuestos a consolidar la posición actual si somos invitados a hacerle. Es decir, ellos, que hicieron fracasar la Conferencia de Londres, negándose a toda propuesta de estabilización porque no se juzgaban favorablemente situados en este aspecto, ahora que, después de diversas maniobras monetarias, se creen convenientemente en forma, no se oponen a que la situación actual se consolide mediante una estabilización general. No es probable que en estas condiciones se llegue a ningún resultado. Las declaraciones del Canciller del Tesoro inglés así lo puntualizan. Para Inglaterra, la situación no se halla madura para una estabilización que a su juicio no daría frutos duraderos. Creen los directores de la política monetaria británica, y con razón, que, mientras los cambios internacionales no se regularicen y las barreras aduaneras y los diversos obstáculos al intercambio entre los países no se atenúen considerablemente, todo régimen monetario que se establezca será precario. Es necesario saber que los diversos países están dispuestos a cobrar sus exportaciones en importaciones correspondientes. Pretender vender géneros y cobrar en oro no es una política adecuada para que el patrón oro pueda restablecerse en el mundo. Ahora bien, sobre esto el discurso de Mr. Morgenthau deja poco lugar a la esperanza. América no tiene interés en prestar su dinero a

naciones que merecen escaso crédito: esto quiere decir que no está dispuesta a saldar los excedentes de su exportación más que en oro (en oro y en plata también, pues a propósito de esto ha dicho el Secretario del Tesoro americano que se propone dar un lugar cada día mayor a la plata en la mecánica monetaria); lo que desde luego no está dispuesta a tomar tampoco a cambio de sus mercancías y créditos, si se juzga por su política comercial, son mercancías extranjeras en cantidad suficiente para saldar su balance de pagos. He aquí, pues, planteada la cuestión en sus crudos términos: si América no está dispuesta a cobrar prácticamente más que en oro y además no renuncia al cobro de sus deudas, podemos despedirnos de que el patrón oro se restablezca, pues en esas condiciones Inglaterra no tomará la iniciativa.

El discurso de Mr. Morgenthau, tras su invitación a la paz monetaria, tiene el carácter de un ultimátum y casi de un desafío y de una incitación a la guerra, desde el momento en que declara que América para mantener su situación privilegiada no consentirá que ninguna moneda baje con respecto al dólar más de lo que ella entiende que conviene a sus intereses, y procederá a una nueva devaluación si lo juzga oportuno.

En suma, la declaración americana nos parece que no ha hecho avanzar un paso la causa de la restabilización de las monedas en el mundo. Si en algún sentido la situación se ha aclarado es en el de que se puede considerar definitivamente relegado este asunto durante un tiempo indefinido a la categoría de una ilusión irrealizable.

Es un hecho bien evidente que, sin el restablecimiento de las relaciones comerciales internacionales, no habrá franca prosperidad económica en ningún país: las dificultades del comercio nacen un poco de la inestabilidad de los cambios, pero un mucho de los obstáculos aduaneros, de los contingentes, de las restricciones y aplazamientos de los pagos. Ahora bien, en cuanto a esto hay dos tesis fundamentalmente opuestas: la de Francia, que postu-

la la estabilidad monetaria como premisa indispensable para llegar a un alivio de las restricciones comerciales, y la de Gran Bretaña, que cree indispensable un acuerdo previo que disminuya los obstáculos al intercambio, para que el funcionamiento del patrón oro sea posible. En el aspecto empírico, esta última tesis parece mejor sostenida por los hechos, puesto que las restricciones comerciales y de cambios son anteriores a la inestabilidad monetaria, y muchas de ellas, por no decir todas, han nacido del deseo de sostener el valor de las monedas. Pero de seguro la otra tesis no está absolutamente desprovista de razón, puesto que si hay países que se reservan la devaluación monetaria como arma de lucha, no es posible que los demás dejen su arsenal de recursos defensivos. Todo esto tendrá que ser resuelto simultáneamente en una conferencia común, problema demasiado complejo para un cónclave numeroso donde luchan tantos intereses y tantas concepciones encontradas.

Entre tanto, la situación económica de Francia no deja de agravarse, como era de prever hace ya tiempo y como previmos en nuestro informe especial sobre la materia de hace dos años. El partido devaluador crece de día en día y arrecia en sus campañas, y de que hace mella en los ánimos dan indicio muy acusado los movimientos que se observan estos días en el movimiento de oro y de capitales y en el mercado del dinero francés. La política que el actual gabinete anunció como substitutivo del dilema deflación o devaluación, no ha tenido éxito. El precio del dinero ha vuelto a subir, después de un ligero movimiento de optimismo al iniciarse la gestión del Gobierno Flandin. Estos días la Bolsa, y especialmente los valores de renta fija, ha sufrido una notable baja, debida en gran parte a un movimiento de pánico ante los fuertes rumores de devaluación del franco que dirige a los capitalistas hacia la inversión en bienes reales. Se inicia cierta huida de capitales que se acusa en una contracción del balance del Banco de emisión y en una hemorragia bastante intensa de oro. De fines de Marzo al 10 de Mayo (último balance conocido) el encaje oro ha disminuído en 2,350 millones de francos y eso que las salidas han sido compon-

sadas en parte por entradas de oro de Suiza y Holanda: en el mismo tiempo el de Suiza ha perdido 500 millones de francos (equivalentes a 2,500 millones de francos franceses) y el de Holanda cerca de 200 millones de florines (equivalentes a 2,000 millones de francos) en total 6,000 millones de francos franceses que han ido a América, a Inglaterra y a Bélgica últimamente; la corriente al parecer persiste. Un hecho singular y sintomático es que se registra, simultáneamente con el flujo de oro de Francia a Inglaterra, una exportación inversa de oro acuñado que se paga en Francia hasta con un 4% de premio, lo que sólo puede explicarse por la preferencia que el atesorador privado da a la moneda sobre las barras: esto es un síntoma de que los particulares se aprestan a transformar en atesoramientos de oro los de billetes o bien sus saldos bancarios. Si este pánico se propaga, podría ser muy bien el fin del patrón oro en Francia, y quizá con ello el principio de un nuevo patrón oro, por lo menos un intento de hacerlo revivir sobre bases nuevas.

Los mismos partidarios a ultranza de mantener el franco, auguran que, pese a la privilegiada situación monetaria de Francia, su moneda peligraría si no se pone orden en su Hacienda. Un testimonio poco recusable como el de F. Jenny, el redactor financiero de "Le Temps", estima en 10,000 millones el déficit del presupuesto actual que se pretendió iba a iniciar la nivelación. Poner en orden la Hacienda supone, puesto que aumentar los impuestos todos reconocen que es imposible y que sería contraproducente, volver a una enérgica política de compresión de gastos, es decir de deflación, lo cual sólo será posible concediendo al Gobierno poderes financieros extraordinarios, cosa que le ha de resultar difícil obtener, porque su prestigio ha de verse mermado por el fracaso de su política inicial, y porque los intereses amenazados por la compresión de gastos no dejarán de defenderse enérgicamente con sus fuertes recursos políticos. Todos cuantos tienen alguna experiencia de las resistencias que una política de economías encuen-

tra siempre, habrán de convenir en cuán difícil es la batalla que el Gobierno francés se apresta a reñir, quizás sin gran convicción íntima, y en que si el franco se ha de salvar, como suponen sus defensores, por el saneamiento de las finanzas públicas, es más que improbable que se salve.

Un elemento "psicológico" que no deja de ejercer su acción en el momento presente es el éxito que está obteniendo hasta ahora el experimento belga, según las informaciones que de él llegan. Bélgica ha pasado por las mismas dificultades que ahora atraviesa Francia y su ejemplo tan próximo ha de ser utilizado por los devaluadores, cada día más numerosos y audaces, como un argumento Aquiles.

Servicio de Estudios.

23 MAYO 1935

La situación financiera de Francia está sufriendo estos días una agravación de carácter altamente espectacular, que conviene valorizar en sus justos términos. Para ello hay que descartar mucha palabrería y no menos fantasía que suelen entretejarse en tales casos alrededor de estas cuestiones. En primer lugar, los consabidos y desacreditados ataques de la especulación. La especulación suele presentarse como una maquinación de algún grupo de financieros agiotistas que se proponen, como un juego, entretenerse en tantear la vulnerabilidad de las monedas. Y no es esto. La especulación ha de apoyarse sobre hechos reales que le ofrezcan alguna perspectiva de éxito: de otro modo, sería una empresa de insensatos. La especulación no puede crear hechos, sino simplemente aprovecharlos, y en todo caso, anticipa el cumplimiento de ciertos resultados que no son más que la realización de virtualidades que fatalmente habrían de cumplirse.

La caída del franco de su valor actual es un hecho previsible desde hace cuando menos dos años, acaso desde la caída de la libra, y en todo lo que ha podido emplearse y se puede emplear todavía el decidido propósito de mantenerlo, es en retardar el momento de ese acontecimiento, claro que a expensas de que, cuando el momento llegue, la caída tenga que ser mayor y seguramente más violenta, con caracteres de desplome, porque mientras tanto no han cesado de acumularse potencialmente los efectos de las fuerzas que tienden a la devaluación.

Ahora bien, el resultado de la especulación es contrario al efecto retardatorio de esta tendencia conservadora que trata de llevar la estabilidad al último extremo: la especulación tiende a anticipar <sup>la caída</sup> / y suavizarla. De aquí la oposición violenta que se establece entre ambas, hasta el punto de que los partidarios de la estabilidad acusen a la especulación de ser la causante del desavío, que sólo puede imputarse con justicia a las cau-

sas profundas que obran sobre la economía francesa en relación con la mundial.

Menos digna de atención es todavía la imputación que se hace a los devaluadores - los derrotistas del cambio, según se les llama - como culpables de la crisis actual. El Ministro de Hacienda francés ha dado expresión a esta idea en su discurso de la Cámara: "Tanto se habla de la devaluación que al fin se provoca" ¡mágico poder concedido a la palabra! El caso es que no se ha hablado menos, ni se habla, de la no devaluación. Hace dos años más, apenas se levantaba en Francia ni una sola voz que osase proponer tal medida: hoy son muchos, y cada día son más, los que la consideran necesaria. No ha sido ciertamente la palabra, sino los hechos lo que ha fomentado en la opinión francesa esta tendencia antes inexistente. Precisamente el pecado mayor de los mantenedores de la estabilidad del franco ha sido el que toda su actuación ha sido retórica: han creído que diciendo una vez y otra que el franco estaba sano y que había una voluntad decidida de mantenerlo, el franco se sostendría sin más. Por el contrario, la actuación práctica, cuando la hubo, ha sido opuesta a todo lo que hubiera sido racional para que ese deseo viniera a apoyarse sobre base sólida: no se han reducido sensiblemente los gastos públicos, ni atenuado el déficit, ni aminoradas las cargas de la producción, ni se ha procurado disminuir los costes y precios; antes bien, bajo las naturales quejas de los productores, se han hecho todos los esfuerzos imaginables para oponerse a la tendencia deflatoria que sobre los precios había de tener la política de mantenimiento del patrón oro, como en el caso de los trigos, del vino y de otros productos. No se ha sabido más que apretar las medidas aduaneras, estrechar los contingentes, con lo cual se ha conseguido mantener altos los precios interiores y sostener la situación, mientras existía una tendencia de los capitales a afluir a Francia o al menos una tendencia estacionaria en los movimientos de capital. En cuanto un temor por el franco ha causado la huida de capitales la situación ha empeorado súbitamente. Ya hubo ocasiones an-

teriores en que el franco estuvo seriamente amenazado; claro que cada una ha ido siendo de mayor gravedad que las precedentes, pero hasta ahora han podido ser dominadas. ¿Lo será también ésta?

Las municiones para resistir no faltan. Ya lo hacíamos observar en nuestro Informe de hace dos años, pero decíamos también ¿serán empleadas si el caso llega? Por ahora sí son empleadas. Como los balances del Banco de Francia aparecen con una semana de retraso, no podemos conocer al día las salidas de oro, pero se supone que la reserva se ha reducido en estos días a 70.000 millones. Pero también decíamos entonces que, en caso de que el celo por su stock de oro no llevase a una suspensión radical de la exportación de metal, lo cual significaría la caída virtual del patrón oro, una crisis financiera e industrial sería la consecuencia obligada. Ante la crisis financiera estamos. El Banco de Francia puede sostener el porcentaje de su encaje oro, a pesar de las pérdidas de metal, no sustituyendo por billetes dados por créditos las entradas de billetes y disminuciones de saldos en cuenta corriente que las salidas de oro suponen en cantidad equivalente, y restringiendo a su renovación los créditos concedidos. De este modo, quitando recursos al mercado, disminuyen las municiones de la especulación. Esto es lo que exige teóricamente la defensa del patrón oro: encarecer y enrarecer el dinero. Atento a esta regla clásica, el Banco de Francia en pocos días ha más que duplicado el precio del dinero. Pero esto es determinar una crisis gravísima en las empresas privadas cuya situación es ya harto difícil por causa de la crisis: es aumentar sus gastos y disminuir sus recursos en un momento verdaderamente crítico, en que las disponibilidades en el mercado financiero se enrarecen por efecto de la huida de capitales y del atesoramiento de metal. La crisis financiera determinará una crisis aguda a su vez en la producción y en los negocios todos, y muy especialmente en la Hacienda pública francesa que es la empresa nacional de mayor volumen, suma y compensa de las privadas, y la que más directamente repercute sobre éstas. De ello saldrá, ahora o más tarde, la devaluación del

franco y pudieran salir, si se deja extremar la crisis, cosas más graves, de que es un primer síntoma el avance acusado por los partidos extremistas en las recientes elecciones francesas.

Los que reducen el problema de la devaluación o no devaluación monetaria a una simple cuestión de competencia exterior o de facilidad momentánea en el desarrollo de las finanzas internas, empujeñen la cuestión. Es un asunto que afecta a lo más hondo de la economía de un país, porque es el problema todo de la distribución de la renta nacional.

Es un hecho notorio que, por efecto de la crisis, la producción industrial baja, que el volumen de lo producido y más todavía su valor, a causa de la simultánea y concomitante baja de precios, disminuye: si las rentas fijas en general (sueldos, jornales, réditos de los préstamos, etc.) siguen siendo monetariamente las mismas, ello quiere decir que va aumentando la parte que sus perceptores retiran de la producción, puesto que la baja de los precios les da un poder adquisitivo más elevado. Ahora bien, de una producción menor en volumen, retirar una parte absoluta mayor es algo que no se compagina matemáticamente, sino con que otros obtengan una porción absolutamente menor y todavía más pequeña en lo relativo. Una situación de ese tipo es a la larga insostenible.

La cuestión de comercio y cambio exterior que va envuelta en el problema de la devaluación, por su importancia directa apenas tiene significación con la magnitud del problema interno de distribución. La importancia de esa cuestión es indirecta principalmente: es que, en tanto siga la baja de los precios oro en el mundo, los precios de un país ligado al oro han de tener también una tendencia irrefrenable a la baja, con lo cual la magnitud de la injusticia y del desequilibrio aumenta.

No despreciemos, sin embargo, el hecho de que la importante restricción del comercio necesaria para irse defendiendo de los efectos adversos de esa tendencia no deja de mormar de un

modo apreciable la magnitud de la renta nacional, con lo cual sucede que de ambos lados la situación tiende a agravarse. La vela está encendida por los dos cabos.

. . .

El problema no es distinto para los diversos países de patrón oro y de monedas estabilizadas. El carácter dramático que hoy acusa en Francia no quiere decir que el problema de fondo tenga hoy allí un carácter distinto del que tenía el mes pasado o el año pasado; la situación se agrava insensiblemente y continuamente, sin que el observador vulgar se dé cuenta de ello hasta que un día prorrumpe la crisis aguda o la catástrofe financiera. Hace pocos días eran las monedas holandesa y suiza las atacadas y en peligro: sus "deports" superaban al 20 por 100 anual, las salidas de oro eran ingentes: en uno de esos embates se hundió el belga. Hoy ha pasado el peligro aparente para aquellas monedas, los "deports" con respecto al franco han desaparecido o se han cambiado en "reports" que indican que la especulación considera al franco francés en mayor peligro que al suizo y al florín. Mas esto no quiere decir que la situación de fondo no siga siendo más grave en esos países que lo era antes, como no dejará de serlo mañana para Francia aunque sus gobernantes consiguieran dominar la crisis actual. Estos no son más que movimientos esporádicos del sentimiento público, cuando de repente algún efecto particularmente visible atrae la atención hacia la realidad.

Estos días está a punto de producirse un hecho que tendrá una influencia grande en el desenvolvimiento de los acontecimientos monetarios. Es el referendun suizo. Lo más probable, nos parece, es que el espíritu conservador del pueblo suizo se imponga, y el referendun sea negativo para la iniciativa de crisis, pero no de una votación tan decisiva que permita prescindir en absoluto de la opinión de los votantes en favor y que los gobernantes <sup>no</sup> tengan que aceptar una parte de las reivindicaciones de los derrotados, aquella parte que quizás aun muchos de los votantes

negativos querrían sin embargo ver aceptada.

De todos modos, el desenlace del actual episodio monetario se acerca rápidamente. Los franceses mismos saben ya que tienen que devaluar, pero querrían que esta devaluación apareciera como el resultado de un compromiso con los demás países y coincidiera con una reestabilización general de las monedas. Mas no es probable que, dada la rapidez con que evolucionan las cosas y la natural lentitud que ha de tener un acuerdo de estabilización, supuesto que se pueda llegar a él, sea factible esperar tanto.

Servicio de Estudios.

30 MAYO 1935

## C R O N I C A S E M A N A L .

---

Cuando el franco parecía salir de su reciente crisis aguda, una peripecia política vuelve a colocarle en entredicho. Si este nuevo incidente diera en tierra con él, no faltarían los que culpasen exclusivamente a la política del desaguado, olvidando las causas profundas de que la misma política es juguete.

Es indudable que las últimas incidencias de la política francesa revelan una desmoralización de los partidos y de la opinión en cuanto al problema que la vecina nación tiene planteado. Todo cambio de actitud en una opinión fuertemente arraigada, comienza por la duda, y es evidente que la duda cunde cada vez más en la opinión francesa en cuanto a la posibilidad de mantener el franco en su actual paridad. Sólo así se explican las vacilaciones de la Cámara francesa en otorgar su confianza para defender la moneda a un Gobierno que ofrecía como programa básico esa defensa - que parece, por lo demás, la aspiración casi unánime de la asamblea - y como secuela necesaria una política rigurosa de deflación; también inscribía en sus propósitos las medidas necesarias para hacer resurgir la vida comercial e industrial, pero no sabemos cómo puede esto compaginarse con la de deflación que supone compresión de los gastos, refuerzo de los ingresos, dinero caro y restricciones en el crédito, todo lo opuesto a las condiciones que pueden estimular la reanimación de la actividad económica. Acababa de negar también aquella confianza más rotundamente al Gobierno que subió al poder con el mismo obligado pié de la defensa del franco, pero con premisas totalmente diferentes: dinero barato, derogaciones, facilidades financieras. Claro que este empeño había fracasado, como era de esperar, acompañado en todo momento de la enemiga del Banco de Francia, fiel a normas más clásicas.

La actitud actual del Parlamento francés ante la situación financiera y monetaria pudiera explicarse psicológicamente así: desgana por la labor de ruda deflación que hay que hacer para salvar el franco; al mismo tiempo desgana por operar la devaluación que constituye su alternativa obligada, devaluación que nadie quisiera hacer, pero que muchos querrían encontrarse hecha y, de este modo, abierta la salida del atolladero.

La fuerza del mito monetario es tan grande en Francia que aun los manifiestos partidarios de la devaluación, llegado el caso de proceder a ella, encuentran singulares impedimentos. Paul Reynaud, tras una crítica dura de la política de mantenimiento de la paridad monetaria, ha declarado que no es su criterio una devaluación en el pánico. Pero hay que desconocer la historia de estas cosas, para pensar que cabe hacer una devaluación deliberada y en frío. La devaluación vendrá en Francia, porque ha de venir, bajo los efectos de uno de esos pánicos, o no vendría. Un enfermo no se somete a una operación quirúrgica que teme sino bajo los efectos de la necesidad apremiante o bajo la presión de un diagnóstico unánime. Pero los políticos y economistas franceses no han llegado a ese diagnóstico. La mayoría todavía creen que será posible salvar el franco y salvar a la economía francesa. Concurren en ello dos opiniones diametralmente opuestas en sus orígenes: la de los espíritus conservadores que, salvando el franco, quieren salvar la intangibilidad de las rentas francesas, los intereses del rentista; y la de los espíritus revolucionarios que ven, en la crisis social y política que la agudización de la crisis económica acarrerará a no dudar, la posibilidad de atraer el agua a su molino. ¿Quién en esta carrera alcanzará antes la meta? Bien pudiera ocurrir que la desvalorización del franco fuera el coronamiento, en provecho de los elementos subversivos, de una obra preparada por una absurda tenacidad en mantener una política de imposible salida.

Reducir un déficit presupuestario de 10 a 14.000 millones, cuando las fuentes tributarias están agotadas y el comercio y

la industria desfallece, es una empresa sobrehumana, y que, si pudiera llevarse a cabo, determinaría una crisis económica tal, que las fuentes tributarias se ahilarían todavía más y el país se vería conmovido indolentemente por serios trastornos. Pero no hacerlo y tener que acudir al crédito en las condiciones financieras creadas por la necesaria restricción crediticia que exige la defensa de la moneda, es aumentar los gastos de la deuda de un modo enorme, eso suponiendo que esos déficits se pudieran cubrir permanentemente en condiciones normales de crédito público, lo cual será muy difícil mientras pese sobre el franco la amenaza de una desvalorización, amenaza que cada día se dibuja de modo más claro. Si esos déficits persisten, no habría más remedio probablemente que acudir a expedientes francamente inflacionistas que determinarían la caída del franco, entonces de manera incontrolable y sin límite previsible.

Se dice por los oponentes franceses de la devaluación, como último argumento, que la devaluación en sí nada resuelve. Tienen razón: la devaluación por sí misma no saneará la Hacienda, no reanimará la economía, no hará desaparecer el paro. Si esa medida no fuera acompañada de una política de ordenamiento de las finanzas, de estímulo a la actividad comercial, de fomento de la producción, no resolvería nada. La devaluación no significa otra cosa que poner el organismo económico en condiciones de defensa que hagan posible la adopción eficaz de medidas adecuadas a aquellos fines. Un terreno favorable es una gran condición estratégica para librar una batalla, pero nadie supone que baste tener una posición favorable para que la batalla sea ganada; lo que sí puede ocurrir es que una situación mal elegida haga inútil todo el denuedo del combatiente desfavorecido. La posición actual de las monedas oro no consiente hacer ningún buen augurio sobre el resultado de las batallas que se libran en defensa de las respectivas economías.

De todos modos, los acontecimientos que se están desarrollando encierran grandes enseñanzas y muy especialmente para nosotros, a quienes el ejemplo de Francia nos toca tan de cerca.

Servicio de Estudios.

- 6 JUN. 1935

## Crónica semanal.

Que se establezcan las monedas anglosajonas y se restaure el comercio internacional: un equilibrio racional de los precios se restablecerá seguidamente en el mundo sin necesidad de tocar el franco. Se restablecerá en gran parte por el alza de los precios interiores ingleses que se producirá ciertamente el día en que la suerte de la libra quedo fijada. Y acaso se pregunte si no es justamente la preocupación de evitar esa alza la que inspira el deseo, tan frecuentemente expresado al otro lado del Canal, de no estabilizar la libra hasta después que el franco haya sufrido una nueva devaluación (de F. Jenny en "Le Temps").

---

Traducimos literalmente este párrafo de un artículo del reputado escritor francés combatiendo a los partidarios del reajuste del franco, porque es sintomático del criterio fluctuante con que se juzgan las cuestiones monetarias inspirándose en una posición más pasional que científica.

Siempre se ha temido a la separación de una moneda de su base oro, porque ello constituía un peligro de caída indefinida de esa moneda; muchas veces se ha afirmado y se afirma que la desvalorización de una divisa representa el alza fatal de los precios, y ahora mismo este argumento se está barajando constantemente para prevenir al público francés contra la devaluación que muchos preconizan. La afirmación de que los precios interiores en la Gran Bretaña se mantienen sin elevación, porque su moneda es de papel sin ligamento fijo con el oro, resulta bastante original para merecer un comentario.

El articulista no se cuida de justificar las razones de su opinión, pero dada su autoridad e indudable competencia no hay que dudar que su opinión tiene algún fundamento. Lo difícil es ligar esas razones a las que inspiren la opinión opuesta, sustentada muchas veces por el mismo Jenny de que una desestabilización

del franco conduciría a una elevación irrefrenable del coste de la vida en Francia. Cuesta de admitir que en una distancia de los pocos kilómetros que separan Francia de Inglaterra, los fenómenos económicos se desenvuelvan tan diferentemente que las mismas causas determinen efectos opuestos.

Lo cierto nos parece ser que, contra lo que se viene sosteniendo con alguna ligereza, el alza o baja de los precios, más todavía del coste de la vida, no son cosas ligadas directamente al hecho de un mayor o menor valor externo de la moneda. Los precios de las cosas están ligados de un modo inmediato a la oferta y demanda de esas cosas, y tratándose de los productos en general, a la oferta y demanda globales de las mercancías. Ahora bien, el hecho de que se señale un valor diferente en moneda extranjera a la unidad monetaria nacional no comporta necesariamente una variación en la oferta de productos ni en la capacidad de demanda del país. Refiriéndonos al caso concreto de una devaluación, su efecto no es reducir la oferta, salvo en todo caso la de productos extranjeros a tipos de ruinoso competencia; si contribuye a estimular la producción, su efecto puede ser aumentar la provisión de artículos y correlativamente su demanda sana por la mayor renta del país, pero en tanto no se creen medios de pago inflatorios, no hay por qué esperar un alza notable de los precios, sobre todo si la moneda se hallaba sobrevaluada en el cambio.

El meollo de la devaluación, y más concretamente del no mantenimiento de un valor fijo en oro de la moneda, no está en producir un alza ni una baja de los precios, sino en evitar la presión deflacionista que produce actualmente sobre las economías la tendencia persistente a la baja de los precios en las monedas ligadas al oro de un modo estable. El efecto de su liberación viene a ser el mismo que produciría, sobre la respiración de una persona cuyo pecho sufre una presión creciente, el aliviarle esa presión.

¿Pero hay motivo para afirmar que una vez que Inglaterra estabilice se producirá allí y en el mundo un proceso de elevación de los precios? Para ello sería monester que la tendencia general al alza en el valor del oro con respecto a las mercancías se invirtiese entonces, trocándose en una tendencia a la baja. Esto no hay ninguna razón para admitirlo. La observación antes bien lo contradice, pues esa tendencia actual al alza en el valor del oro data de mucho antes de haber naufragado el patrón oro, que si naufragó fue precisamente por la fuerte repercusión que aquella tendencia tenía sobre las economías nacionales. Si la economía francesa resiste más a ella, es porque la presión se comenzó a notar más tarde debido al amplio margen que dejó la estabilización de 1928 y al subsiguiente aflujo de capitales que determinó.

De persistir la actual tendencia, y no hay motivo para suponer otra cosa, la situación no sería muy distinta, después de una estabilización general de las monedas, que lo era en 1931, al empezar el derrumbamiento del patrón oro, salvo la mejor situación que dá a los países anglosajones el reajuste hecho. Si los países del actual bloque oro hubieran de mantener sus actuales paridades, la posición para ellos sería probablemente más difícil que antes, pues se produciría una fuerte corriente de capital hacia los países de la libra como consecuencia de la estabilización de la moneda y de su situación más próspera relativamente. Esa emigración de capital sería acompañada de un movimiento correlativo de oro, pero que de ello se siguiera una rápida y notable alza de los precios en Gran Bretaña, es más que dudoso.

Por otra parte, la estabilización se ve lejos todavía. Los Estados Unidos, que últimamente parecían querer convertirse en campeones de ella, probablemente la desean mucho menos desde que la sentencia de los altos tribunales norteamericanos ha declarado la inconstitucionalidad de los códigos industriales de N.R.A., lo cual sume al país en un nuevo período de experimentos para suplir esa legislación prácticamente abolida. En ese estado de incertidumbre acerca del futuro desenvolvimiento de la evolución econó-

mica, es de esperar que el presidente Roosevelt y su gobierno quieran conservar toda su libertad de acción en el orden monetario. Y por parte de Inglaterra no hay que esperar la iniciativa, en tanto las cosas no cambien mucho su rumbo actual.

¿Es que solidariamente con la estabilización concertada de los países se va a conseguir un acuerdo efectivo para moderar los obstáculos comerciales? Tampoco es esto probable. Los obstáculos comerciales han nacido mucho antes de la abolición del patrón oro en algunos países y no han sido aquellos que han seguido unidos a él los menos fecundos en ir creándolos antes y después de la abolición del patrón oro en los demás. ¿Se arriesgarán a renunciar a ellos antes de saber cuales son los efectos prácticos de la reestabilización? En todo caso, verán que después de ella no les son menos necesarios, sino más que antes, y de un modo o de otro los restablecerán. "Que se restaure el comercio" es una cosa fácil de decir, pero que no se decreta como se decreta una devaluación o una estabilización. Ha de resultar de que se restaure antes un adecuado equilibrio de las economías nacionales, tal que cada país no sienta el peligro de la competencia de los demás y halle en las relaciones mercantiles activas y libres todo el beneficio que ellas comportan, sin los temores que un profundo des-nivel de los costes monetarios inspira.

Servicio de Estudios.

14 JUN. 1935

Los últimos balances del Banco de Francia reflejan un cambio muy considerable en la estructura de la circulación monetaria.

Conocida es la disminución del encaje oro en unos 10.000 millones de francos durante el mes de Mayo. A esta contracción del encaje no ha correspondido una disminución igual en las contrapartidas.

La suma total del balance sólo ha bajado en poco más de 4.000 millones. Esto indica un aumento de cerca de 6.000 millones en cifras redondas, en las partidas de créditos concedidos.

La variación más importante es la de la cartera comercial que se infla en cerca de 4.400 millones. Los billetes en circulación sólo bajan en 1.000 millones aproximadamente y las cuentas corrientes y depósitos descienden en cambio en más de 2.500 millones de francos. También hay un importante aumento en la nueva partida del balance: préstamos a 30 días sobre Bonos del Tesoro, que aumenta en 770 millones.

Todo esto indica un estado de penuria financiera en el mercado, tanto más de notar cuanto que entre tanto el descuento ha subido del 2  $\frac{1}{2}$  al 6 % (recientemente ha sido rebajado al 5  $\frac{1}{2}$ ), lo cual supone un encarecimiento en más del doble. El mayor gasto que ha de soportar el comercio francés por este aumento de interés se eleva a más de 500 millones de francos anuales, tributo que es mucho mayor en realidad, puesto que a ese encarecimiento de los préstamos del Banco de Francia corresponde un encarecimiento correlativo de los anticipos concedidos por el resto de la Banca. Esto no ha de contribuir ciertamente a mejorar la situación de las empresas industriales y comerciales.

Una gran parte de las disponibilidades reales que circulaban sobre el mercado y que han emigrado o se han ocultado, han

tenido que ser suplidas con disponibilidades ficticias surgidas merced a la creación de créditos por el Banco emisor.

Si la crisis económica se acentúa, como es probable, bajo la doble acción de la presión que ejerce el estado de desequilibrio en la paridad de su moneda y las medidas de compresión o deflación que se adopten en el interior, esto dará un elemento de debilidad y de peligro en la situación financiera; la crisis podría precipitarse en forma de una violencia extraordinaria bajo los efectos de cualquier accidente de los muchos a que se halla expuesto el mecanismo crediticio.

Pero hay un punto en la oscuridad que podría variar notablemente el diagnóstico que sugiere esta rápida inflación de la cartera comercial. ¿Es toda ella debida a necesidades comerciales, a la precisión de suplir las disponibilidades que en el mercado había y que han huído, o es en gran parte nacido de que se han introducido en la cartera comercial efectos que proceden del Tesoro francés descontados a través de la Caja autónoma? Hay muchos motivos para suponer que las necesidades del Erario, que son apremiantes y más difíciles de satisfacer cada día a causa de la contracción del mercado financiero, hayan de buscar alguna salida por donde salvar el importante desnivel entre ingresos y gastos. Aunque es conocida la austeridad y rigor con que el Banco de Francia quiere aplicar la política de deflación de que es partidario para mantener el franco, ante el ineludible dilema de provocar la bancarrota declarada de la Hacienda, cuyo efecto sería mucho más grave, no es inverosímil que se haya avenido a tolerancias que consientan la solución de sus angustias a expensas de una inflación limitada en principio. Pero lo difícil será en ese caso limitarla en la realidad. Comenzadas las tolerancias, la necesidad impone el prolongarlas y ampliarlas, sin que pueda preverse un punto de detención del proceso.

En todos los casos, una grave crisis de una modalidad o de otra parece inevitable.

Servicio de Estudios.

21 JUN. 1935

## CRÓNICA SEMANAL

=====

El precio de la plata ha vuelto en estos días a tipos semejantes a los que alcanzó en el mes de Abril después de la primera alza rápida que experimentó en la primera quincena de dicho mes, y que causaron el conflicto de Méjico y la alarma en todos los países que conservan su moneda de plata con arreglo a los antiguos pesos y leyes. Nuestro duro que había llegado a rebasar ampliamente el valor intrínseco de 4 pesetas, vuelve a 3,66 según las últimas cotizaciones.

La causa fundamental de este retroceso es el compás de espera que los norteamericanos han hecho en su política de la plata. Como ya hicimos observar entonces, aquella súbita elevación, era de carácter plenamente especulativo. Las compras de plata por el Tesoro americano no justificaban en modo alguno una subida tan importante, pero se sabían las grandes compras que América tenía que hacer para cumplir la ley de constitución de la reserva plata y se veía la tendencia a ir rápidamente al cumplimiento de la ley, cuyo objetivo declarado es llevar el precio de la plata a 1,29 dólares la onza. Esto tenía que hacer entrar en juego a la especulación anticipando las alzas que se proveían.

Objetivamente, nada hay que haya modificado la situación. Las necesidades de plata del Tesoro americano para llevar a cumplimiento la ley de 19 de Junio de 1934, lejos de disminuir, han aumentado a causa del importante incremento que ha tenido la reserva oro en el interregno. La decisión del Gobierno estadounidense de cumplir la ley dentro de un plazo no excesivo no parece menos firme que antes, aunque se haya interrumpido el ritmo acelerado a que se llevaba, lo cual dió pábulo a la especulación. La producción del mundo se ha desarrollado bajo el efecto de los mejores precios, pero todavía las importaciones de los Estados Unidos absorben una cantidad importante, aparte de

retener su propia producción. 112,66 millones de onzas es el balance de esas importaciones en los cinco primeros meses del año que corre.

¿Qué sucede, pues, para que la plata baje? Sucede simplemente que la especulación descontó un alza acelerada a un ritmo parecido al de la segunda quincena de mayo, alza que seguramente hubiera sobrevenido, de seguir las autoridades americanas su política de ir subiendo el precio pagado al productor americano a medida que era alcanzado por el del mercado mundial. Pero el Tesoro yankee hizo un alto en esta política sin duda con el propósito deliberado de frenar el alza especulativa que se estaba desarrollando, y esa parada se prolonga ya mucho para que las posiciones especulativas adquiridas se puedan sostener más tiempo, por lo menos de parte de los especuladores menos resistentes.

No es que, en general, no se conserve la confianza de que últimamente los norteamericanos llevarán el precio de la plata al tipo de 1'29 \$, pero las posiciones que se adquirieron, pensando que ello era cuestión de pocos meses, no se pueden mantener durante un tiempo demasiado largo, porque el mantenerlas representa un coste, y, al irse liquidando por parte de los especuladores más impacientes, van determinando una lenta baja del metal que acaso se prolongue bastante, si América no cree conveniente hacer intervenciones enérgicas en el mercado mediante compras importantes que absorban las ofertas de los especuladores desechos de liquidar sus posiciones adquiridas en momentos de excesivo optimismo en cuanto al porvenir inmediato del blanco metal.

El hecho de que el gobierno mejicano, después de las conversaciones que tuvieron lugar entre los ministros de Hacienda de Méjico y los Estados Unidos, decidiese hacer una reacuñación a base de un contenido plata para el peso inferior al que resultaría de la plata a 1'29 \$, se interpretó como una

nueva prueba del deseo de América de llevar el precio a ese tipo, pero naturalmente esto no quiere decir que ello vaya a ocurrir inmediatamente. Tales reacuñaciones, que no constituyen una empresa para repetida con frecuencia, se han de hacer con miras muy lejanas y buscando un margen de seguridad que garantice contra nuevos incidentes próximos.

Ahora mismo, y cuando la plata sufre bajas tan importantes, un periódico financiero de la autoridad del "Financial Times" dice: "Sería una medida juiciosa por parte del Gobierno indio reducir el contenido plata de la rupia ahora que hay una tendencia floja en la plata. Si el momento de la operación se escoge bien, no causará mucha molestia, y tendrá la ventaja de apartar del horizonte los peligros que pueden surgir cuando el gobierno de los Estados Unidos cumpla su promesa (o amenaza) de elevar el precio de compra de 1'29 \$. Durante un período de alza de la plata el cambio hallaría mucha mayor oposición, e especialmente si el valor intrínseco de la rupia se acercase a su valor nominal".

Y eso que el valor intrínseco de la rupia está bastante lejos todavía de encontrarse con el nominal.

Servicio de Estudios.

20 JUN 1933

## CRÓNICA SEMANAL.

El acuerdo platónico de la Cámara Internacional de Comercio ha vuelto a recrudecer el tema de la estabilización monetaria. La estabilización monetaria amenaza con convertirse en un nuevo tópico internacional que, como el desarme, dé mucho que hablar sin que se llegue nunca a ningún resultado práctico. Es grave cosa para un problema adquirir la categoría de problema internacional.

Entre las tesis sostenidas ante la magna asamblea destacan por la autoridad de sus mantenedores dos especialmente: la del profesor inglés Gregory y la del economista francés Rist.

El profesor Gregory cree en la necesidad de un reajuste de las paridades de las monedas, simultáneamente con el proceso de estabilización y como garantía de estabilidad. Rist cree por el contrario que la relación de los precios internacionales o paridades económicas no es cosa que importa para fijar la paridad monetaria, fundándose en que antes de la guerra había disparidades notables en los poderes de compra de las diversas monedas sin que de ello resultasen desórdenes considerables y en que sometidos los precios a constantes causas de variación interna, de nada serviría fijar antes paridades que en el momento parecieran apropiadas, porque pronto dejarían de serlo. Para Rist, el efecto de los niveles de precios queda oscurecido por el de otros factores importantes y especialmente los movimientos de oro y de capitales.

Esta hipótesis se presta a muchas objeciones. Cierto que el movimiento de capitales es un factor importante en la determinación del cambio real y, por tanto, de la paridad económica circunstancial, pero la influencia de los movimientos de intercambio regulados por los niveles relativos de precios constituye un factor permanente, en tanto que los movimientos de capitales es un factor circunstancial y cambiante, que si unas veces obra en

un sentido, seguidamente puede obrar en el opuesto. En cuanto a los movimientos de oro, son la consecuencia, ora del desnivel de la balanza de intercambio de mercancías y servicios, ora de movimientos de capital, y su efecto no es inductor, sino inducido.

En los desórdenes monetarios actuales han sido precisamente un factor preponderante los bruscos movimientos de capitales, seguidos de los consiguientes movimientos de masas ingentes de oro, ya en uno, ya en otro sentido, que ha interrumpido constantemente el curso de adaptación de las paridades económicas. No es que en la anteguerra faltaran en absoluto tales influencias, pero aquí no se trata de una cuestión absoluta, sino relativa. Siendo ahora los fenómenos fundamentalmente los mismos, han adquirido una amplitud mucho mayor, y la elasticidad de los sistemas que era suficiente para las fluctuaciones de entonces, es insuficiente para las de ahora, y bajo el esfuerzo ceden y se rompen. Pero cuando mudanzas de esta categoría se producen en el mundo en el espacio de pocos años, siempre hay espíritus que se niegan a ver el cambio y se obstinan en resolver los nuevos problemas por los viejos métodos.

o o

Rist avanza una hipótesis: la hipótesis de que el problema de la estabilidad monetaria, que a su juicio no descansa en la relación entre paridades monetarias y paridades económicas, depende esencialmente del "ajuste de deudas al rendimiento posible de la economía". Sólo la gran masa de deudas públicas o privadas puede comprometer el equilibrio de una moneda. En Francia son las primeras, pues la política restrictiva de la banca en las concesiones de crédito han impedido el excesivo desarrollo de las otras, que ha habido en los Estados Unidos y en Bélgica, por ejemplo.

Aquí manifiestamente Rist toma un punto de vista parcial del problema. En otra ocasión, hemos dicho que, a nuestro juicio, son cuatro los problemas que suscita la desarmonía entre la

paridad monetaria y la situación de los factores económicos: el de las deudas, (por desarmonía entre el movimiento de las cosas en que los capitales fueron invertidos y las cargas que esas deudas suponen), el presupuestario (por desarmonía entre los gastos públicos y los rendimientos de los impuestos), el industrial (por desarmonía entre los precios de coste y de venta y, naturalmente, entre la capacidad de producción y la demanda), el comercial (por desarmonía entre los precios interiores y los del mercado libre). Querer eliminar cualquiera de estos términos es adoptar un punto de vista simplista.

El propio Rist se da cuenta de que la fórmula que adopta es excesivamente simple y trata de darle amplitud mediante un subterfugio. Hay que tomar - dice - lo de deuda pública en el sentido más amplio del término. No es sólo el volumen de la deuda, sino el conjunto de las cargas públicas, es decir, de todos los gastos del Estado, de las colectividades públicas y de los Ferrocarriles, lo que hay que considerar. Esto envuelve la inclusión en las deudas del vasto problema presupuestario, en el cual las deudas no pesarían si no representaran una carga de intereses y amortización. Pero si el concepto de deudas se extiende desmesuradamente a toda clase de cargas, aunque no procedan de un préstamo pasado sino de un derecho presente ¿por qué no hacerlo también con las deudas privadas (que no dejan de tener su importancia) extendiendo su concepto a todas las cargas que pesan sobre las empresas privadas (salarios, rentas, etc.)? Y si esto se hace, ya tenemos el problema industrial como una parte del conjunto de los problemas suscitados por la valuación de la moneda, con el mismo título que el problema de las deudas y el presupuestario. Después de todo Rist ya lo incluye para el caso de los Ferrocarriles, por tratarse de una empresa que, dada la organización legal que se le ha dado en Francia, su déficit viene a pesar sobre la Hacienda ¿por qué no hacerlo con las demás empresas aunque no estén en ese caso, pues de todos modos su déficit, sea soportado por la Hacienda pública o la privada, no deja de pesar sobre la economía general del país? Y ¿cómo no

incluir también en la cuestión el problema comercial suscitado por la valuación relativa de la moneda, si el volumen relativo del intercambio exterior es un factor importante en la renta nacional y repercute sobre las haciendas públicas y privadas?

Después de todo, el problema financiero del Estado no nace de otra cosa que de la disminución general de rendimientos en la economía, pues de no existir, el problema presupuestario mismo no se plantearía.

Indudablemente Rist toma aquí un punto de vista demasiado unilateral, influido por la magnitud y gravedad preponderante del aspecto hacendístico del problema en Francia, que oscurece los demás aspectos más hondos de la cuestión, pero el problema integral tiene todas esas facetas que hemos dicho, y considerar una sola de ellas descuidando las demás conducirá fatalmente a que, aun supuesto el milagro de que esa modalidad particular pudiera resolverse independientemente de las demás y se lograra hacerlo, los otros aspectos descuidados del problema aparecerían enseguida con redobladada agudeza.

Lógrese, por ejemplo, milagrosamente comprimir los gastos del presupuesto francés y de los Ferrocarriles en los 12 ó 14.000 millones que faltan. Ipso facto, la crisis que determinaría la falta de esos millares de millones de poder de compra causaría un aumento tan grande de la crisis comercial, industrial y obrera, que los ingresos se resentirían a su vez enormemente, y surgiría la necesidad de nuevos gastos, subvenciones, auxilios, cargas, en fin, de urgencia, que esterilizarían el esfuerzo en gran parte, girando en un círculo vicioso sin escape.

Rist, como otros muchos economistas franceses, quieren eliminar el problema cuya solución racional, y al final fatal y necesaria, les causa una repugnancia invencible. Las opiniones salen en este caso del campo racional puro para verse influenciadas determinantemente por el lado afectivo del espíritu.

## CRÓNICA SEMANAL.

El actual verano se presenta cargado de inminentes acontecimientos políticos que han de ser decisivos para el porvenir económico. Por una parte, el horizonte político internacional está profuso de amenazas muy graves. El conflicto guerrero entre Italia y Abisinia parece inevitable y, en una atmósfera internacional tan cargada como la actual, no se sabe a qué consecuencias esto puede llevar en las relaciones internacionales.

Por lo menos, aunque se puedan evitar las complicaciones más peligrosas de la cuestión, un daño moral inevitable se está produciendo al poner de manifiesto la inutilidad de toda esa faramalla de tratados para la protección de la paz que la diplomacia europeo-americana había acumulado en estos últimos tiempos publicándolos como grandes éxitos que iban a garantizar al mundo la paz por muchos años. Nadie que conozca un poco la Historia podía hacerse grandes ilusiones acerca de la eficacia de tales convenios, tan pronto firmados como rotos en cuanto los intereses de un país fuerte o que se cree serlo entran en conflicto con ellos, pero no cabe duda que una gran parte de la opinión del mundo vivía confiada en su utilidad, tan ponderada a la sazón de celebrarlos; y esa confianza, en que podían apoyarse en buena parte las perspectivas de una reposición económica pacífica de los pueblos, se ve consumida y arruinada, con lo cual la retracción de las naciones dentro de sus fronteras y de sus particulares intereses con independencia de las demás se verá acentuada, dando nuevo vigor a los nacionalismos económicos que socavan la economía mundial e impiden que en ningún país se manifieste con franqueza un movimiento de recuperación franco y decidido.

El segundo orden de acontecimientos políticos cuya decisión inminente va a ser trascendental para la marcha del mundo durante los próximos años, es el que se refiere a la política interior de

los países, cada día más inestable. En Francia, sobre todo, la agitación interior crece de un modo verdaderamente alarmante. Movimientos que hace pocos meses parecían apenas dignos de tenerse en cuenta van adquiriendo, bajo los efectos de la agudización de la crisis, una virulencia insospechada y tienden a dividir al país en dos bandos rivales, de opuestas ideologías, que amenazan la paz interior y la estabilidad de sus instituciones.

Estas agitaciones políticas son una repercusión habitual de las crisis económicas cuando se muestran tan duras y portinaces como la que ahora va manifestándose en Francia más hondamente cada día, del mismo modo que antes tuvo su ascensión y punto culminante en otros países, determinando reacciones políticas interiores con arreglo a la psicología particular de cada pueblo.

La cuestión monetaria, primera piedra de toque de la gravedad del problema económico, ha pasado a segundo término ante la lucha de los partidos que se avecina y que pone en tela de juicio toda la organización económica y política del país; una de las primeras víctimas de esa lucha será probablemente, a causa de su posición tan inestable, el franco, cuya defensa por encima de todo ha contribuido a llevar la situación a tales extremos.

Quizás cuando sobrevenga la crisis inevitable que se viene incubando manifiestamente hace más de dos años, se achaque a causas políticas el desenlace de la peripecia económica, pero para todo observador atento es evidente que el hecho político no será más que nueva incidencia de un proceso más hondo cuyo origen hay que buscar en épocas en que el antagonismo político no había adquirido su actual encono, que ha encontrado su cebo en el malestar social creciente, en el antagonismo de intereses que se sienten amenazados y sobre todo en la evidencia del fracaso de todas las tentativas ensayadas para salir de una situación que cada vez empeora.

Qué habría que devaluar el franco, era cosa perfectamente perceptible hace mucho tiempo. Este era el hecho fatal que tenía que ocurrir, cualquiera que fuese la trayectoria política. El que

los elementos más allegados al actual régimen político de Francia se hayan ligado indisolublemente a la causa del sostenimiento de su valor a todo trance ha pronunciado la condena de esos elementos al encerrarse dentro de un callejón sin salida, inconveniente de convertir en credo político una pura cuestión técnica. El hecho fatal, imponiéndose con su realidad insobornable, va a determinar probablemente cambios trascendentales de la política interior francesa que hubiesen podido ser evitados con una visión más clara de la realidad económica. La moneda hubiera caído de todos modos, pero no con ella otras muchas cosas que se van a hundir también, con repercusiones trascendentales seguramente en el exterior. La orientación política que en Francia triunfe será una determinante de la mayor importancia en el rumbo del mundo durante algunos años.

Servicio de Estudios.

12 JUL 1935

## CRÓNICA SEMANAL.

El mercado de la plata sufrió en la pasada semana una grave crisis de la que pudo resultar su hundimiento hasta las cotizaciones anteriores a la importante alza de Abril. Si el hundimiento no se ha producido, ha sido porque a última hora el fondo de regulación americano vino en su socorro realizando importantes compras que sostuvieron y aun repusieron ligeramente el precio.

Una declaración del Presidente Roosevelt, diciendo que su Gobierno persiste en la política de cumplimiento de la ley de compras de plata, ha reanimado un poco a la especulación, ayudando a sostener los precios. Claro que la declaración del Presidente es tan imprecisa como toda la política americana de la plata. En cierto modo garantiza que el precio del metal no caerá y aún que habrá de subir todavía notablemente, a menos que los norteamericanos diluyesen sus adquisiciones para completar la reserva legal de plata en un plazo de muchos años, pero desde el momento en que no fija plazo próximo para completar el programa, no ofrece gran apoyo a la especulación, que no suele estimar sino hechos que prometen un desarrollo dentro de un plazo previsible y corto.

A través del cambio de frente realizado en la táctica norteamericana después de Abril, se puede admitir, con las mayores probabilidades, que el propósito de los actuales gobernantes de los Estados Unidos es sostener la plata en su cotización actual, que oscila alrededor de la relación oro plata de 50 a 1, haciendo las compras precisas para que la cotización no caiga, pero no lo suficiente importantes para producir nuevas alzas, con lo cual el Silver Purchase Act podrá irse realizando con mayores beneficios para el Tesoro americano.

¿Hasta cuándo durará esta actitud? He aquí una pregunta que no se puede contestar con certidumbre, ni sobre la cual cabe siquiera conjeturar algo, a menos de conocer las causas que han

determinado el cambio de rumbo. A nuestro juicio, la determinante de tal cambio ha sido principalmente la experiencia de los efectos que la política de revalorización de la plata iba teniendo en los países que la usan como medio de cambio. Por lo menos éste es el único hecho importante adverso que media entre los primeros días de Abril en que la administración americana todavía seguía con decisión la política de revalorización, elevando constantemente el precio interior del metal y realizando importantes compras en el mercado exterior, y los últimos días del mismo mes en que se produce el alto en aquella táctica.

La idea de la revalorización de la plata como medida contra la crisis nació, en parte, de la idea equivocada de que esa revalorización iba a fomentar el poder adquisitivo de los países de patrón plata. El error era de mucho bulto y lo señalamos en estas páginas antes de iniciarse la revalorización, en los días de la Conferencia de Londres. Por lo demás, el efecto adverso de esa revalorización obedece a una ley muy simple: el alza de los precios generales en un país promueve en él la prosperidad e incrementa su poder adquisitivo; la única alza que produce efectos opuestos es la de aquella materia cuyo valor sirve de medida usual a las demás. Por la sencilla razón de que su alza de valor supone la baja de todos los precios, es decir, la depresión y la crisis, con lo cual el poder adquisitivo de la nación - que descansa fundamentalmente, no en la capacidad adquisitiva de su moneda, sino en su potencialidad de producción - lo que hace es irse destruyendo.

Así ha ocurrido en China, único país que tiene un monometalismo plata efectivo. En los demás países una de dos: o el alza no era bastante importante para afectar a su moneda de plata sobrevaluada y, en este caso, nada ocurría, o se llegaba a perturbar su circulación, como ha sucedido en Méjico, y de la perturbación sólo daños podían resultar.

La revalorización de la plata no podía favorecer a los Países de moneda plata, sino a los productores de ella en la medi-

da de su capacidad productora, y más limitadamente a los que poseían stocks sobrantes, en la cuantía en que podían desprenderse de los mismos.

Creemos que ha sido la observación palmaria de estos hechos que la teoría ya permitía prever claramente, lo que ha inducido a los norteamericanos a frenar en la realización de su programa y que su mira al dar este compás de espera de la actual estabilidad, es permitir que las economías perturbadas tengan tiempo de adaptarse a los nuevos precios, no desarrollando sobre ellas una acción tan brutal como la que ha causado la quiebra de la Banca china y la crisis económica que atraviesa ese país.

Pero como la política de la plata tiene otras determinantes de política económica general y de política interior, creemos que más pronto o más tarde el proceso revalorizador seguirá.

Servicio de Estudios.

19 JUL 1935

## Crónica semanal.

---

Todos los comentarios extranjeros admiten unánimemente que los Decretos-Leyes del gobierno Laval constituyen la primera tentativa seria de equilibrar el presupuesto francés. No reina la misma unanimidad en apreciar si lo conseguirán. El mal se ha dejado hacer demasiado crónico y esta primera tentativa de gran aliento viene en momentos en que la depresión se ha cebado ya profundamente en la economía francesa. Más tempranamente emprendida, el déficit que enjugar hubiera sido menos cuantioso, y la situación de la economía se hubiese hallado en mejores condiciones para soportar el efecto depresivo que las mendaces deflacionistas han de tener.

Aun sin ellas, la recaudación sufre un constante descenso consiguiente a la profundización de la crisis. La contracción de gastos tendrá un efecto recurrente sobre los ingresos deprimiéndolos, no sólo por las mermas directas de ingresos que produzca, sino también por las repercusiones indirectas sobre los negocios, como consecuencia de la menor capacidad de demanda.

Algunos niegan esta tesis en la exageración de argumentos que el extremismo político determina en unos y otros. Hay un sofisma manifiesto - dice "Le Temps" - en la pretensión de que la reducción de los gastos públicos disminuye el poder de compra de los consumidores. Esta tesis supone que el Estado con sus dispendios crea poder de compra, lo cual es absurdo. No puede más que desplazar el poder de compra. El que distribuye en unos puntos comienza por arrebatarlo en otros.

La tesis aquí expuesta es cierta: el Estado no crea poder de compra y muchas veces lo mal emplea y frustra su eficacia. Pero esto, siendo cierto, no es más que un aspecto de la verdad, que sería toda la verdad si la capacidad de compra fuera una suma invariable. El poder de compra no lo crea el Estado, lo crea

la producción. Producción obtenida y conjunto de renta pública vienen a ser una misma cosa. Mas cuando vemos que la producción disminuye, y disminuye no por falta de medios de incrementarla, sino por la carencia de demanda que obliga a disminuirla, ¿cómo admitir que necesariamente el poder de demanda que falta en un punto ha de aparecer en otro? Si la producción desciençe, el poder de demanda creado disminuye en igual medida, y si una de las causas que puede engendrar esa baja en la producción es precisamente el menor consumo, no cabe duda que todo lo que obligue a un sector importante de la población a contentarse con menos productos ha de mermar la capacidad del mercado, y así sucesivamente. Este carácter recurrente de causas y efectos es típico de los fenómenos cíclicos; a un tiempo se origina la menor producción de artículos y el menor poder de compra para demandarlos.

¿Qué efecto tendrá sobre la industria de la construcción - que, según datos que obtenemos de periódicos franceses, tiene en la región parisiense 80.000 obreros parados de 120.000 existentes en total - la rebaja del 10 % en los alquileres? No es de esperar que se absorba ese paro, sino que aumente, con lo cual los 750.000 francos diarios (270 millones al año) que cuesta el subsidio de paro a 50.000 de esos obreros que gozan de él, serán muchos más. Y algo parecido puede ocurrir en muchos ramos de la producción.

Por otra parte, no es evidente, como la Economía clásica admitió con demasiada facilidad, que crear poder de compra sea lo mismo que crear demanda, porque el poder de compra puede abstenerse de demandar, no ya sólo artículos de consumo, sino toda clase de artículos, salvo moneda que no puede abstenerse de demandar cuando no demanda otra cosa. Por eso, en las crisis, todas las cosas superabundan y se deprecian, y la moneda, el metal monetario, se sobreprecia.

Si los trasiegos en la capacidad de demanda son tales que favorecen este efecto, su acción es acentuar la crisis. El porvenir nos dirá pronto de qué modo actúa en la realidad la deflación francesa.

Pero, por otra parte, la estimación que el gobierno francés ha hecho del déficit resulta baja, según otras estimaciones que hemos visto anteriormente y que no pueden tacharse de parcialidad en contra de Francia. Jenny, el redactor financiero de "Le Temps", cifraba no hace mucho el déficit del Estado y de los ferrocarriles en unos 14.000 millones. El mismo presidente Laval, encareciendo la necesidad de su política de ruda reducción de gastos, ha recordado que la Deuda pública ha pasado en 5 años desde 260.000 millones a 340.000. 80.000 millones en cinco años dan 16.000 al año y el déficit no ha dejado de aumentar a pesar de los intentos tímidos de reducción ensayados antes. Por todas estas cosas es de temer que, a pesar de lo más serio de la empresa actual, no deje de participar todavía bastante de aquellos equilibrios sobre el papel a que se redujeron los pasados ensayos. De todos modos ya sería buen camino conseguir una importante reducción del déficit actual, aunque quedara para ejercicios sucesivos el completar la obra.

Desgraciadamente, aun supuesto que se pudiera llevar esto a buen término, lo cual requiere quizás más tiempo de lo que el problema admite espera, la obra de deflación no puede limitarse al presupuesto del Estado. El desequilibrio afecta a toda la economía, y aunque el Estado sea la empresa económica más importante dentro de ella - demasiado importante dada la monstruosa hipertrofia del presupuesto público en relación con la fortuna privada - no es la única, ni siquiera superior al conjunto de todas las empresas particulares. Mientras no se equilibre la economía del país todo en sus relaciones internacionales, que es lo mismo que decir que se equilibre su balance de pagos por la debida relación de las paridades económicas, no se podrá decir que ha sido vencida la crisis del franco y dominada la necesidad de su devaluación.

Porque ése es otro elemento que va barrenando lentamente la economía francesa, con tendencia a producir también deflación, aunque hasta ahora todas las medidas de sostén artificial

se han encaminado generalmente a oponerse a ella. ¿Cómo es posible compaginar la actual política de rebaja del costo de la vida a que se dirigen muchos decretos-leyes con la legislación anterior todavía subsistente para sostener los precios o revalorizar el trigo, el vino y otros artículos? Estas políticas contradictorias de economía dirigida van creando una situación artificiosa que no es uno de los menores elementos de inestabilidad en las economías actuales.

En todo caso, los resultados del experimento emprendido por Francia son extremadamente interesantes de seguir, tanto por las consecuencias prácticas que han de tener, como por las conclusiones teóricas que pueden confirmar o invalidar.

Servicio de Estudios.

26 JUL. 1935

## CRÓNICA SEMANAL.

El suceso financiero de la semana pasada es la nueva crisis del florín.

Las reservas oro del Banco de Holanda, que llegaron a superar durante bastante tiempo (entre 1932 y 1933) los 1.100 millones de florines, han llegado a oscilar últimamente entre 600 y 700, y los resultados del balance que se había cerrado el día 29 del corriente, pero cuyas cifras no nos han llegado todavía, acusará una baja importante de las reservas metálicas que ha habido que utilizar en la última semana abundantemente para sostener el florín, que se derrumbaba.

Con todo, la posición técnica del florín sigue siendo fuerte, pues si la reserva ha bajado probablemente a las inmediaciones de la mitad de lo que fué, la circulación de billetes y todos los compromisos a la vista han sufrido una compresión, si no tan grande, del mismo orden, de suerte que la cobertura relativa es todavía muy superior a la legal. Técnicamente el florín puede resistir todavía muchos embates como los que ya ha sufrido.

El motivo incidental del último ha sido la crisis política, pero la crisis política - una de las varias que sufre el Gobierno de los Países Bajos, de poco tiempo a esta parte - no es más que una manifestación de la dura crisis económica que con caracteres cada día más agudos está atravesando Holanda.

La vieja Batavia es el país que más anticipada y seriamente ha aplicado los métodos de deflación que ahora intenta Francia. Sus precios, que en el promedio de 1920 todavía alcanzan el índice 292, es decir, casi el triple de 1913, tienen el índice 75 en Mayo de 1935. Han experimentado, pues, una deflación a la cuarta parte y son por tanto ahora bastante inferiores a los de antes de la guerra; esa deflación fué particularmente intensa entre los años 1930 a 1933. Es la más grande que ha sufrido país alguno sin devaluar su moneda. Francia, por ejemplo, que salió de la guerra con un índice de 509 (promedio anual de 1920) y que siguió elevando su nivel de precios hasta 1926 con un índice de 703 en promedio (787 en Septiembre del mismo año), tiene ahora un índice de 330 (Junio 1935), poco menos de la mitad, y para eso ha

tenido que devaluar su moneda a casi  $1/5$  de su valor anterior. Suiza, el otro país que no ha devaluado tampoco, no acusa una baja tan violenta; su índice actual es 88,6 y no llegó a ser tan alto como el de Holanda en el período de la guerra y postguerra.

Una deflación de esa magnitud no la sufre un país, sin un profundo trastorno en su estructura económica. Y ni aun así ha conseguido equilibrar su economía con el exterior. La caída de la libra, la devaluación del dólar y todas las depreciaciones monetarias que han seguido a una y otra, le han creado una desventaja comercial que, en un país donde el comercio y la navegación son las industrias capitales, ha de ser fatal. La devaluación del belga, favoreciendo al puerto de Amberes, competidor natural de Amsterdam y Rotterdam, ha sido el último grave golpe que ha recibido. La disminución insistente de sus reservas oro indica mejor que otra cosa el desequilibrio de su balance de pagos. El paro, que en 1931 acusaba 138 mil parados en promedio y ya se había duplicado en ese año con respecto al anterior, ha sobrepasado este invierno la cifra de 400 mil. El coste de la vida no ha seguido con la misma rapidez la curva de deflación de los precios al por mayor, lo que sin duda se debe en gran parte al peso de los tributos que gravan la circulación. No obstante, los presupuestos que arrojaban un importante superavit no hace muchos años, han ido evolucionando hacia un déficit cada día mayor, que impone la adopción de medidas cada vez más severas en la reducción de gastos, y de aquí nace el malestar económico y la inquietud política que sacuden de continuo la situación del país de la desembocadura del Rín.

No puede decirse que los gobernantes holandeses han andado remisos en la obra de reducir las retribuciones: las reducciones de gastos, de sueldos y las reducciones generales de salarios se han sucedido en un esfuerzo verdaderamente tenaz por enjugar el déficit y por reajustar la economía holandesa toda a la mundial. El motivo de la última crisis ha sido precisamente dos nuevos proyectos de compresión de salarios y rentas. Pero lo cierto es que la crisis va aumentando y ni el déficit se enjuga realmente, por el efecto recurrente de la deflación sobre los ingresos, ni Holanda ve mejorada su posición comercial.

En cambio, la oposición a las medidas de deflación crece sordamente, se alega su inutilidad manifiesta y lo insoportable que

resulta ya la obra de deflación que está empobreciendo al país, y todo hace creer que el momento del desenlace se acerca rápidamente.

En realidad, la evolución se halla más avanzada que en Francia, porque las medidas rigurosas que ahora inicia ~~este~~ este país, las ha llevado a cabo Holanda inútilmente. Nada queda por ensayar, y sólo la obstinación del Gobierno Colyin sostenida al parecer también por la opinión de la Corona están consiguiendo retrasar hasta el último momento de resistencia un desenlace que parece inevitable, a juzgar por los datos objetivos, pero que seguramente no se producirá sino en último extremo, siendo el golpe definitivo para lo poco que todavía queda del bloque oro. Aunque el efecto objetivo de esa caída sería grande para la posición de los demás países y para el nivel de precios en el mercado mundial, quizás su importancia mayor sería el prejuzgar ya el resultado del último experimento francés, pues no cabe esperar que Francia haga más que lo hecho por Holanda en su empeño obstinado de mantener la paridad monetaria.

Servicio de Estudios.

- 2 AGOS. 1935

## C r ó n i c a .

Por el interés extraordinario que para la futura política monetaria tiene el resultado favorable o adverso del experimento belga, vamos a hacer una rápida síntesis de los principales resultados que de fuentes de toda solvencia poseemos. A este respecto se vienen diciendo en España las cosas más ó puestas, y por ello nos limitaremos a lo que digan las cifras contrastadas.

Fechas	Cambio de 100 belgas en pts.	Indice de pre- cios al por mayor.	Coste de la vida	
			88 art.	85 art.
1935.				
Enero.....	171,83	472	170,2	185,7
Febrero.....	171,48	466	167,6	182,9
Marzo.....	166,51	464	163,4	177,7
Abril.....	124,49	531	167,5	179,8
Mayo.....	124,82	552	169,5	181,3
Junio.....	124,20	555	174,3	184,3
Julio.....	123,72			

Estos números nos dicen que la depreciación del cambio ha sido de un 28 % aproximadamente, mientras que la del poder adquisitivo en artículos al por mayor, sólo ha sido de un 14,5 o 16,4 %, según que se compare el mes de junio con enero o con marzo, y la del poder adquisitivo, según los índices del coste de la vida, no llega al 7 %, según los datos más desfavorables. Ello prueba que hasta junio inclusive no se ha producido ni remotamente la elevación de precios que tanto se ha manejado por espíritus poco solventes científicamente. Todavía no ha pasado el tiempo suficiente para consolidar tal afirmación, por la probable abundancia de stocks anteriores de mercancías de importación, y porque el reajuste de los precios al por mayor y menor no se haya completado. El resultado práctico hasta junio es conforme a la teoría de la formación de los precios de coste, porque no han alterado las cargas fiscales ni las de mano de obra, a la vez que han disminuído las financieras, han aumentado poco los gastos de explotación y menos que proporcionalmente los costes de las primeras materias.

BANCO NACIONAL DE BELGICA.  
Medias mensuales (millones).

<u>Pech.</u>	<u>Encaje oro</u>	<u>Cartera comer- cial.</u>	<u>Créditos conce- didos.</u>	<u>Billetes en circu- lación</u>	<u>C/e. particu- lares</u>	<u>Total de obligac. a vista</u>
1935						
I	12.748,6	3.634,3	732,5	17.984,9	1.192,5	19.406,0
II	12.676,9	3.243,8	995,9	18.096,0	901,6	19.220,3
III	12.006,0	3.876,6	1.300,1	18.412,4	926,1	19.504,4
IV	14.040,5	5.226,9	992,5	19.155,9	2.239,1	21.575,9
V	15.763,8	6.178,8	722,5	19.485,5	4.345,6	23.960,2
VI	17.915,7	7.337,9	561,0	20.278,5	6.658,4	27.095,2
VII	17.533,0	7.125,4	606,8	20.392,5	6.242,0	26.756,4

Las cifras de estos balances acusan evidentemente un gran aumento de medios de pago y de posibilidades para los mismos en el Banco Nacional, lo cual viene permitiendo a éste prestar una fuerte ayuda a la banca en general que, como es sabido, ha sufrido mucho con la depresión. La economía belga dispone, pues, de medios de pago de que no disponía para salir de su marasmo.

MERCADO DEL DINERO EN BRUSELAS.

<u>Pech.</u>	<u>Tipos oficiales de descuento</u>				<u>Indices de Bolsa</u>	
	<u>Aceptaciones y letras Domicilia- das.</u>	<u>No domici- liadas.</u>	<u>Préstamos sobre fon- dos públi- cos.</u>	<u>Fuera de banca</u>	<u>Renta fija (principio de mes)</u>	<u>Renta variable.</u>
1935						
I	2,50	3	3	2,375	117	27
II	2,50	3	3	2,375	118	27
III	2,50	3	3	2,375	119	25
IV	2,50	3	3	2,375	115	33
V	2,	2,50	3	2,1157	119	39
VI	2,	2,50	3	1,875	122	42
VII	-	-	-	-	122	39

Estos datos demuestran que la industria y comercio belgas obtienen el dinero a corto plazo en mejores condiciones que antes, y que los valores mobiliarios (especialmente los de renta variable) se han repuesto notablemente, aun habida cuenta de la devaluación y sus efectos en los precios.

PRODUCCION DE HULLA, HIERRO Y ACERO. (En miles de Tons.)

Fechas		Hulla	Lingote de hierro	Aceros brutos
1935	I.	2.238	248	242
	II.	2.044	230	229
	III.	2.170	252	246
	IV.	2.175	252	246
	V.	2.132	271	268

Estos números reflejan alguna reanimación en la producción del hierro y acero, pero no en la de hulla que, como es sabido, atraviesa en todo el mundo por una fase de transformación y nueva estructuración para usos químicos principalmente.

COMERCIO EXTERIOR BELGA.

Fechas	TONELADAS (millones)		VALORES (millones oro)		
	Importación	Exportación	Importación	Exportación	
1934	I	2.360	1.609	1.190	1.167
	II	2.421	1.495	1.151	1.078
	III	2.855	1.872	1.301	1.314
	IV	2.664	1.606	1.131	1.129
	V	2.068	2.062	1.125	1.057
	VI	2.619	1.185	1.082	1.117
1935	I	2.371	1.522	1.041	1.175
	II	2.319	1.349	1.042	1.021
	III	2.499	1.506	1.142	1.111
	IV	2.421	1.501	1.318	1.162
	V	2.503	1.634	1.610	1.352

Fechas	RENDIMIENTO NETO DE LAS SOCIEDADES ANONIMAS. (millones fr.)	EMISIONES NETAS (millon.)	RENDIMIENTO DE LOS IMPUESTOS (millones)	
	1934	I	30	36
	II	1	20	622
	III	376	31	732
	IV	170	16	649
	V	354	25	676
	VI	51	44	659
1935	I	48	72	677
	II	5	146	629
	III	291	18	645
	IV	139	43	718
	V	351	31	748

Fechas	CAMARAS DE COMPEN- SACION. (en millones)	CAJAS DE AHORRO. (en millones)	PARO OBRERO. (millones de jornadas.)
1934 I	20.793	10.274	6,1
II	21.374	10.303	5,7
III	23.413	10.310	5,3
IV	20.092	10.309	6,6
V	19.846	10.392	5,0
VI	22.171	10.399	4,9
1935 I	25.058	10.746	6,5
II	20.389	10.750	6,4
III	25.052	10.542	6,1
IV	32.975	10.361	6,0
V	35.507	10.662	4,7
VI	-	10.685	-

Las cifras de exportación no reflejan claramente ninguna tendencia todavía, pues si comparamos el primer trimestre de 1935 con el de 1934 resulta evidente la contracción; pero al observar el mes de abril, hay contracción de importación y exportación en peso y aumento en valores, mientras que en mayo se nota gran aumento por ambos conceptos en la exportación y sólo en valores respecto a la importación. Por otra parte aparecen anomalías entre la magnitud de las variaciones en pesos y en valores. Hay, pues, que esperar a tener más datos para juzgar de la evolución del comercio exterior belga, que hasta ahora presenta aspectos contradictorios. Nuestra estimación es de que a fin de mayo no había mejorado todavía el comercio exterior de Bélgica.

Los datos de los rendimientos netos de las sociedades anónimas, reflejan en mayo que se ha frenado el descenso que venía observándose en 1935 respecto a 1934. Las emisiones también han aumentado respecto al año anterior, pero esto no es privativo de los meses posteriores a la devaluación.

El rendimiento de los tributos ofrece franca recuperación porque mientras el primer trimestre iba en fuerte descenso, los meses de abril y mayo indican una reanimación muy importante.

Las Cámaras de Compensación también acusan un aumento del volumen de operaciones de un 50 % aproximadamente en abril y mayo respecto a los mismos meses de 1934. Los saldos de las Cajas de Ahorro muestran que apenas se ha alterado su ritmo de crecimiento,

si bien se ha vencido el pequeño hundimiento de los meses de marzo y abril.

Finalmente, los números relativos al paro obrero reflejan muy claramente que la tendencia al empeoramiento observada respecto al año anterior durante el primer trimestre, ha cambiado de signo en los meses de abril y mayo al descender el paro de 6,5 y 5 millones a 6 y 4,7 millones respectivamente.

Si comparamos las cifras de los fenómenos analizados respecto a Bélgica con las análogas de sus países vecinos Francia y Holanda, vemos aún más evidentemente que la experiencia belga lejos de ser un fracaso, es más bien un éxito hasta el presente.

Cuando hayan transcurrido unos pocos meses más volveremos sobre el mismo tema, para terminar nuestro análisis sobre la experiencia belga con el fin de utilizarla para diagnosticar el problema español del cambio de la peseta. Entre tanto, puede afirmarse que casi toda la propaganda de los países del bloque oro (la prensa española se inspira en ella principalmente) respecto al experimento belga carece de fundamento, ya que no cabe dudar de su mejoramiento mirado en conjunto y hasta el presente.

Servicio de Estudios.

! - 9 AGOS. 1935

## C r ó n i c a .

En los momentos actuales, en espera del comienzo de las conversiones de Fondos públicos y de las que pudieran sobrevenir, es de sumo interés exponer algunas consideraciones objetivas sobre el mercado de valores en las Bolsas españolas, a cuyo efecto dispone este Servicio de Estudios de la mejor información elaborada hasta el presente.

Distinguiremos los valores de renta variable de los de renta fija, y dentro de los primeros analizaremos el grupo que llamamos de especulación.

### Valores de renta variable.

La media aritmética de la cotización de estos valores que venía deprimiéndose desde el otoño de 1930, llegando al fondo de su caída casi inalterable durante el año 1933, logró una ligera reanimación en las postrimerías de aquel año y comienzos de 1934, pero volvió a hundirse de nuevo y con caracteres de gran pesadez. Al comenzar el año actual, se observó que se iniciaba alguna recuperación, la cual se ha afianzado y fortalecido en la primavera sin decaer en la primera mitad del verano. Al propio tiempo, la cantidad total negociada que, habida cuenta de su intenso movimiento estacional, era casi paralela a la línea de los movimientos de las cotizaciones, adquirió fuertes proporciones al finalizar 1933 y comenzar 1934, y lo propio ha reflejado en la primavera y en lo que va de verano de 1935.

A primera vista, pudiera parecer que en junio y julio se ha deprimido la cantidad negociada, pero cuando se tiene en cuenta el movimiento estacional desaparece toda duda.

Analizando separadamente cada uno de los subgrupos integrantes del grupo total de valores de renta variable, resulta lo siguiente:

1º - El subgrupo de Bancos, el cual ordinariamente refleja con bastante aproximación la media ponderada de todos los va-

lores a lo largo del quinquenio 1930-1934, tuvo su cotización mínima en noviembre de 1933, y en 1935 refleja la tónica general de tal conjunto de valores. En las cantidades negociadas nos dice aproximadamente lo mismo, aunque sus oscilaciones han sido menores que las del grupo general.

2º - El subgrupo de sidero-minero-metalúrgicas, que venía deprimiéndose desde antes del advenimiento de la República, logró una marcada alza en las cotizaciones al fin de 1933 y principios de 1934, pero después se hundió más y más hasta su descenso máximo en diciembre de 1934. En abril y mayo volvió a resurgir aunque menos que en enero de 1934, pero en junio y julio ha vuelto a retroceder considerablemente. Respecto a cantidades negociadas, alcanzó un máximo extraordinario de 249 por 100, respecto a la media de 1930, en mayo último, y posteriormente conserva buena posición, habida cuenta del movimiento estacional.

3º - El subgrupo eléctrico, que empezó su reanimación en marzo de 1933, mucho antes que el conjunto de valores de renta variable, sufrió también en 1934, pero en 1935 ha participado de la mejoría general, especialmente en el volumen de cantidades negociadas. El pequeño frenazo del mes de julio parece significar simplemente una liquidación de buenas posiciones.

4º - El subgrupo de navieras, el cual apenas participó del auge general de diciembre de 1933 a febrero de 1934, ha tenido su cotización media mensual más baja en abril último, pero después ha participado de la mejoría general, si bien las cantidades negociadas no han llegado al 77 por 100 de la media del año-base 1930.

5º - El subgrupo de transportes viene siendo el que con el naviero sufre el mayor colapso. Participó sí (especialmente en volumen negociado) de la mejora al final de 1933 y principios de 1934, pero después descendió a su mínimo total alrededor del punto 37 por 100 de la cotización media de 1930, y en julio apenas ha mantenido el nivel de 40, por bajo de la cotización media de julio del año pasado, aunque ha conservado el volumen de cantidades negociadas.

6º - El subgrupo de monopolios, constituye un caso ex-

cepcional. Alcanzó su cotización mínima en octubre de 1931 e inmediatamente comenzó a mejorar en forma algo parecida a los Fondos públicos, desde el momento en que se percibió claramente que habría Constitución y Presidente de la República. Tuvo un suave bache en otoño de 1932 y primavera de 1933, y otro en el verano de 1934; pero desde noviembre del año pasado no ha cesado de subir hasta alcanzar en junio y julio el nivel medio de 105 por 100 aproximadamente. Las cantidades negociadas, con las fluctuaciones habituales estacionales, ha seguido bastante paralelamente la marcha de los tipos de cotización, pero últimamente ha llegado en julio al nivel de 160 por 100.

7º - El subgrupo de construcción tuvo su máxima depreciación en 1933, pero después ha mejorado considerablemente, a pesar del bache de 1934, hasta lograr el nivel aproximado de 79 por 100 respecto a 1930. Las cantidades negociadas han solido tener fuertes oscilaciones por encima y por debajo de la línea nivel de los tipos de cotización, conservando últimamente buen aspecto.

8º - El subgrupo químico acusa, dentro del movimiento general, algunas particularidades. Hasta la primavera de 1934 no participó del auge de fin de 1933 y principios de 1934, ha descendido a sus tipos mínimos de cotización en febrero último, y después se ha manifestado en franca recuperación, aunque sin pasar del punto de 58 por 100. Las cantidades negociadas no ofrecen nada digno de especial consideración.

9º - El subgrupo alimenticio ofrece la particularidad de que, alcanzado su punto más bajo en el verano de 1933, ha seguido un persistente movimiento casi ininterrumpidamente ascendente hasta lograr en julio último el nivel de 81 por 100 respecto a la base general de 1930. En cambio el volumen negociado continúa siendo extraordinariamente insignificante.

10º - Finalmente, el subgrupo de seguros nos recuerda en sus tipos de cotización al de monopolios, pues alcanzado su mínimo en noviembre de 1931, ha llegado, a través de algunas paradas en su crecimiento, hasta el nivel de 117 por 100 aproximadamente, cifra record de todos los subgrupos que consideramos. Tal cifra ha sido alcanzada después de un gran aumento en el volumen negociado.

en el trimestre último mayo-julio, lo cual es muy de notar, porque las cantidades negociadas en este subgrupo de valores venían siendo habitualmente pequeñas desde 1931.

### Valores de renta fija.

La media ponderada de estos valores ha tenido un desarrollo muy distinto del de los de renta variable. La cotización mínima corresponde a noviembre de 1931 y desde entonces apenas ha cesado de mejorar, al extremo de haber conseguido en julio último su máximo, cifrado en casi 102 por 100 respecto a la media anual de 1930. Por la influencia que en tal media ponderada ejercen los Fondos públicos, la media aritmética general del grupo es bastante inferior a ella.

Respecto al volumen negociado, habida cuenta del claro movimiento estacional, se observa una mareja muy parecida a la de los tipos de cotización, aunque con oscilaciones más acentuadas y ordinariamente precursoras de la elevación de aquellos tipos. Es digno de notar que en el auge de fin de 1933 y principios de 1934, y en el del año 1935, las cantidades negociadas superan, especialmente en 1935, las cifras medias de 1930 que no habían sido alcanzadas durante la República.

El análisis separado de varios subgrupos nos indica lo siguiente:

1º - Los Fondos públicos que desde bastante antes de la caída de la Monarquía venían decayendo en sus tipos de cotización, tocaron su nivel ínfimo, 05 por 100, en noviembre de 1931. Desde aquella fecha, salvo muy suaves ondulaciones, mejoraron constantemente hasta doblar el nivel de 100 en febrero de 1934, y en julio último casi han alcanzado el 110. El volumen negociado ha sufrido considerables fluctuaciones ajenas al movimiento estacional, pero se ha movido con tendencia muy parecida a la de los tipos de cotización, aunque anticipándose a éstos con frecuencia.

2º - El subgrupo de Fondos municipales y provinciales ha tenido alguna semejanza con el de Fondos públicos, pero con la característica de irle muy a la zaga en el tiempo y en la cuantía. Tuvo su nivel mínimo en julio de 1932, alrededor del punto 77 %;

en julio de 1934 apenas había doblado el índice 81; y en junio y julio del año en curso ha sobrepasado el 92. El índice de las cantidades negociadas ha tenido fluctuaciones menos agudas que los Fondos Públicos, pero en mayo llegó al 169 %, cifra no alcanzada todavía por este último subgrupo.

3º - El subgrupo de valores especiales tuvo su mínimo de 78 al mismo tiempo que los Fondos Públicos el 85; mejoró en la primavera de 1932, pero volvió al índice 80 en enero de 1933; y desde esta fecha, salvo el suavísimo bache de 1934, ha subido constantemente hasta superar el 101 en julio último. El volumen de negociación no ofrece nada de particular en ningún sentido. Su índice máximo de casi 146,7 es el último registrado, excepto el de febrero de 1931 que fué ligeramente superior.

4º - El subgrupo de obligaciones en general, cuya importancia emana de comprender a los valores industriales en gran número, es sin duda el índice de las Bolsas españolas que ofrece menores fluctuaciones. En noviembre de 1931 estaba ya alrededor de 83 %. En noviembre de 1932 era aproximadamente 81. En septiembre de 1934 ya era casi de 80. Posteriormente ha subido lentamente hasta 86 en junio y 85,7 en julio. Es digno de advertir que este grupo presenta grandes analogías con el general de los valores de renta variable, salvando la diferencia esencial del porcentaje de depreciación. El volumen de negociación presenta la característica especial de haberse movido durante los años 1931-34 por debajo del índice de cotización, hasta que en 1935 ha fluctuado a su alrededor, logrando en mayo sobrepasar el índice de 102 % respecto a 1930. En julio ha quedado en 74.

#### Valores de especulación.

Este es el grupo general de cotización más variable. Puede decirse que las alzas principales de la Bolsa han sido anticipadas por él. En octubre de 1931 acusó su mínimo de 48 un mes antes que los Fondos Públicos el suyo. En septiembre de 1933 reflejó el alza general posterior. Su bache de 1934 fué mas pronunciado. En 1935 ha sido un tanto indeciso en el auge al extremo de reflejar debilitación en junio y julio. Esta debilitación tiene, a

nuestro juicio, importancia limitada por razón del movimiento estacional.

El volumen de negociación ha sido muy variable. Alcanzó su mínimo en agosto de 1931, y ha sido débil hasta el otoño de 1933 en que alcanzó la cifra de 146 %. En el auge de 1935 no ha logrado alcanzar el índice de 94. Entre las muchas conclusiones que pueden inferirse a modo de síntesis, nos permitimos indicar las siguientes:

a) Las fuertes fluctuaciones de la Bolsa española han coincidido con las varias situaciones de carácter político-social. Basta recordar las fechas de la aprobación de la Constitución al final de 1931, la subida al poder de los radicales en otoño de 1933, y la de la revolución de octubre de 1934.

b) Enlazado con el resultado anterior es evidente la hondísima depresión de los valores industriales en comparación con los Fondos Públicos, similares y Monopolios y Seguros. El capital español se ha alejado de la industria para refugiarse alrededor del Estado. Esto explica que el auge de los Fondos Públicos y Monopolios empiece ya en otoño de 1931, mientras que los industriales iniciaron su alza a fin de 1933 que, interrumpida en 1934 por la revolución, se ha fortalecido en 1935.

c) Los grupos de valores que soportan la máxima depresión son los transportes, navieros, sidero-minero-metalúrgicos y químicos. Es aquí donde hay que desplegar la mayor cantidad de energía de perfeccionamiento para resurgir.

d) El dinero ha salido al mercado; los Fondos Públicos han llegado a topes indicadores de la conveniencia de realizar sus conversiones a tipos menores de interés; el dinero empieza a fluir por el campo de los valores industriales y, en consecuencia, por este lado puede decirse lo que hace ya unos dos meses decíamos en informe especial: "Ahora o nunca" hay que iniciar con pulso firme la reconstitución económica de España. La situación financiera es magnífica.

Hoy nos permitimos estimar que tal reconstitución ha de mirar a dos objetivos distintos pero no independientes: saneamiento de las finanzas del Estado, saneamiento de las economías privadas, de tal modo que ambos saneamientos entrañen el de la divisa nacional

cuyo estado es, a nuestro juicio, un foco de peligrosa perturbación para la economía nacional. Intencionadamente hablamos de dos saneamientos conjugados porque uno solo es de temer que sea francamente insuficiente.

Servicio de Estudios.

16 AGOS. 1935

NOTA.- Los cuadros estadísticos que siguen son sólo un indicador de la información total que ha servido para redactar esta crónica.

## CRÓNICA SEMANAL.

La cuestión de la estabilización monetaria no deja de estar doctrinalmente al día, como lo demuestran las sugerencias de Sir Josiah Stamp, tan discutidas estos días, que en otro lugar publicamos, y el ruido que se ha movido alrededor del viaje a Europa del Secretario del Tesoro americano.

Pero la impresión que deja la lectura de cuanto se propone y se dice respecto a ese problemático retorno al patrón oro, más bien es la de que estamos muy lejos de llegar a una solución práctica. Las opiniones aparecen cada día más divididas acerca de las características que habría de tener y las condiciones que habrían de cumplirse para el posible funcionamiento de ese hipotético patrón oro futuro, al que se ponen tales limitaciones que su semejanza con el patrón oro clásico serían muy remotas, si alguna vez llega a implantarse, y tendría que ser objeto de muchos tanteos, porque resultaría difícil lograr con tales trabas una regulación automática de los cambios. Para conseguir una relativa estabilidad de ellos se requerirían constantes intervenciones de los Bancos emisores o institutos encargados de la regulación monetaria, que determinarían en último resultado que el pretendido patrón oro no difiriera gran cosa de una moneda manipulada cualquiera, más influida por las conveniencias económicas de cada país, que por el interés general del comercio internacional.

Mientras duren las actuales circunstancias de inestabilidad económica y política es muy difícil que los países que han abandonado el patrón oro y han encontrado algún alivio en dejarlo, se decidan a volver a él, porque las premisas que aducen como condición de restablecerlo equivalen prácticamente a una negativa. Si esa inestabilidad pasara, llegando a lograr un retorno a la prosperidad dentro del actual régimen, lo cual eliminaría las principales objeciones para variarlo, no faltaría una fuerte corriente de opinión favorable a no dejar un sistema dentro del cual ese re-

torno a los buenos tiempos se había hecho posible. Es decir, que la razón que invalidaría los principales motivos prácticos para mantenerse en el actual régimen de inestabilidad, privaría también a los partidarios del patrón oro de su argumento más poderoso, que es la necesidad de restablecer un régimen monetario estable para que la prosperidad vuelva.

Las actuales amenazas de guerra descartan por lo pronto toda posibilidad de una inmediata solución del problema. Es muy posible que un conflicto bélico, y aun sin llegar a estallar éste, la carrera de armamentos que se está produciendo por temor a una conflagración, determine el arrenque de la prosperidad económica, empujando hacia arriba el precio de las primeras materias, reabsorbiendo el paro, estimulando el consumo y haciendo desaparecer los síntomas de superproducción, pero al mismo tiempo acabará de desequilibrar las Haciendas nacionales, aumentará las deudas y cargas y acentuará los desequilibrios e inestabilidades monetarias, como ya se observa en las naciones más afectadas por los actuales conflictos internacionales, circunstancias epuestas todas al retorno al oro y a la libertad de cambios.

En Italia, las dificultades monetarias que ya iban siendo insoportables, llegan a su punto álgido con los gastos militares. Las duras medidas de confiscación de todos los intereses en el extranjero y colocaciones exteriores de capital, así como los de control de las importaciones no bastan a conjurar la crisis y la reciente elevación del descuento oficial más es un síntoma de las dificultades interiores que un medio eficaz de aliviar la balanza de pagos exteriores. El último balance del Banco de Italia hace descender a 4.700 millones la reserva oro que llegó a ser de 7.000 millones a fines de 1933, mientras se eleva a más de 14.000 millones la circulación fiduciaria... que hace algunos meses oscilaba alrededor de los 13.000. La lira sigue depreciándose a pesar de la intervención oficial, llegando su pérdida casi al 9 % de su paridad oro.

En Francia todavía están por ver los efectos de las medidas rigurosas últimamente adoptadas, con las cuales van a interferir las incidencias de la política exterior. Lo que desde luego se advierte es que la situación presupuestaria no mejora, al menos según los resultados hasta ahora conocidos que alcanzan a fines de Julio: las bajas en la recaudación de los principales impuestos son muy considerables.

Por lo demás, es de prever que con el aumento de las necesidades financieras, se ha de producir en todas partes una inversión del proceso actual de abaratamiento del dinero, a pesar de los esfuerzos por mantener bajos tipos de capitalización del dinero.

Servicio de Estudios.

13 SEPT. 1935

## C r ó n i c a   s e m a n a l .

En la multiplicidad de devaluaciones monetarias que se han producido en el mundo, es interesante comparar aquéllas que, como la de Inglaterra y los países del bloque libra, se han desenvuelto por un simple abandono del patrón oro dejando oscilar el valor de la moneda según las incidencias del mercado de divisas o, a lo sumo, interviniendo éste mediante un fondo de regulación que no aspira a fijar la moneda en una cotización determinada, sino a sustraerla a las variaciones bruscas debidas a la entrada o salida de capitales líquidos en masa; con aquellas otras devaluaciones que, como la checoeslovaca, la belga, y aun la de Norteamérica, se han practicado desprendiendo las monedas de su antiguo valor oro para adoptar simultánea o seguidamente otro nuevo más bajo, por manera que de hecho no han dejado de mantener un patrón oro efectivo.

En un caso y en otro ha sido posible observar, como efecto común, un alivio inmediato en la situación monetaria, que ha cedido en su tensión, y una consiguiente mejora en la situación económica. De todos los casos observables el menos típico es el de los Estados Unidos, porque allí, como es notorio, la medida no obedeció a un estado de verdadera tensión monetaria y porque se complicó con una serie de otras medidas de orden económico y social que pudieron oscurecer el efecto singular de la devaluación. Cual casos típicos de devaluación con adhesión al patrón oro tenemos sobre todo los de Checoslovaquia y Bélgica, así como los más típicos del otro sector, de moneda fluctuante, son los de los países escandinavos que han seguido en general a la libra, pero con cierta independencia.

Como decimos, en ningún caso se ha dejado de notar un gran alivio de la situación monetaria que por lo regular había llegado a ser insostenible en el momento de acordar la devaluación, pero se advierte que, en los países cuyas monedas se han independizado del oro, la mejora económica ha sido más firme y continuada. Com-

párense las siguientes cifras de los índices generales de producción industrial:

	<u>Suecia</u>	<u>Noruega</u>	<u>Dinamarca</u>	<u>Inglaterra</u>	<u>Checoeslo- vaquia.</u>
1932	83,7	103	98,2	88,4	66,3
1933	86,5	104,5	113,7	93,5	62,6
1934	105,8	111,6	121,2	104,7	69,4

En los meses conocidos de 1935 la elevación del índice sigue en los países escandinavos y aparece estacionada en Checoeslovaquia (veáse para más detalles el artículo que transcribimos más adelante sobre la moneda checoeslovaca, tomado del *Financial News*). En Bélgica hace pocos meses que se desarrollan los efectos de la devaluación para que se acusen bien separados de las influencias estacionales, pero las cifras de que se dispone revelan una mejoría muy general de la situación industrial y económica.

¿Proseguirá esa mejoría? He aquí una cuestión que los resultados obtenidos por Checoeslovaquia, cuya devaluación es de más remota fecha, pueden poner en duda. Mientras los países que siguieron a la libra siguen su movimiento extensional cuatro años después de haber devaluado, Checoeslovaquia se encuentra nuevamente ante dificultades económicas bastante parecidas a las que le indujeron a la primera devaluación hace año y medio. Se podría atribuir esto al grado moderado e insuficiente de devaluación de la corona, pero las causas acaso sean otras. Es de observar el hecho, que parecerá sorprendente a ciertos teorizantes, de que el nivel de precios se ha elevado más en los países que al devaluar han mantenido su moneda unida al oro, que en aquellos que la dejaron libre de toda vinculación con el metal amarillo. Exáminense los datos del siguiente cuadro:

INDICES DE PRECIOS.

	<u>Gran Bretaña</u> Base 1933.	<u>Noruega</u> Base 1913	<u>Suecia</u> Base 1913	<u>Dinamarca</u> Base 1913
Setbre. 1931 (al hacer la devaluación)	65,1	117	107	109
Febrero 1932 (seis meses después)	67	123	110	119
Setbre. 1932 (un año después)	65,7	123	110	119
Setbre. 1934 (tres años después)	65,7	126	114	114
Recientemente	67,6	128	116	116
Porcentaje de aumento	3,84	9,4	8,4	6,4

	<u>Checoslovaquia</u> Base 1913.	<u>Bélgica</u> Base 1914
Febrero 1934 (fecha de la devaluación)	645	Febrero 1935 (antes de la devaluación)
Seis meses después	688	Agosto 1935 (seis meses después).
Un año después	678	
Recientemente	705	
Porcentaje de aumento.....	9,3	18,5

Estas cifras denotan un aumento relativamente rápido de los precios al por mayor en Checoslovaquia y sobre todo en Bélgica. Checoslovaquia acusa en el año y medio transcurrido aproximadamente a partir de la devaluación un aumento equivalente al mayor ocurrido en los cuatro países reseñados al principio durante los cuatro años que hace que éstos devaluaron, y Bélgica en seis meses acusa un aumento relativo del doble. Algo parecido se observa en los Estados Unidos, pero el caso puede parecer menos probatorio, porque allí se han hecho esfuerzos enérgicos por elevar los precios

artificialmente, mientras que en Bélgica y Checoslovaquia se ha procurado con el mayor tesón que los precios permanecieran estables en lo posible después de la devaluación.

Los índices del coste de la vida marcan las siguientes variaciones:

	<u>Inglaterra</u>	<u>Suecia</u>	<u>Noruega</u>	<u>Dinamarca</u>
Setbre. 1931	146	158	150	154
Mayo 1935	140	156	150	171

	<u>Checoslovaquia</u>		<u>Bélgica</u>
Febrero 1934	680	Marzo 1935	164,7
Mayo 1935	689	Junio 1935	173

Se observa cierto aumento en Bélgica, apesar de que en este último país sólo tenemos un período de observación de cuatro meses; en Checoslovaquia hay un aumento relativo menor en un período de quince meses; en los demás países el índice no acusa alteración importante, antes bien está en baja el coste de la vida, salvo para Dinamarca en que hay un aumento importante en los cuatro años transcurridos.

¿Cómo explicar estos hechos que contradicen los apriorismos de los agoreros de la devaluación y sobre todo de la moneda libre? He aquí una cuestión que sale del terreno de los hechos para entrar en el de la teoría y a la que procuraremos aventurar una respuesta otro día.

Servicio de Estudios.

20 SEPT. 1935

## Crónica semanal.

En nuestra crónica de la semana pasada hacíamos notar el hecho estadístico de que han mostrado hasta ahora mayor estabilidad los precios de los países de moneda fluctuante que los de moneda estabilizada que han devaluado, y también que el momento de resurgimiento se presenta en general más firme y continuado en los primeros que en los últimos.

¿Cómo explicar estos hechos que contradicen los apriorismos de los agoreros de las monedas no estabilizadas? ¿Cómo compaginar los postulados clásicos de la estabilidad monetaria con respecto al oro, con la mayor tendencia inflacionista de ciertos países de moneda estabilizada con respecto a los que no la tienen?

Desgraciadamente, para contestar a esta pregunta hay que sumirse en la socorrida, aunque poco satisfactoria, región de las hipótesis. Pero la explicación de los hechos económicos siempre se encuentra en este campo de los supuestos, pues si la observación nos da los hechos, no nos puede dar sus relaciones, que son interdependencias lógicas que sólo la razón puede trazar. La idea de que sólo la estabilidad metálica garantiza la fiijeza de la moneda es después de todo un postulado que la realidad viene a destruir, y se trata en resumidas cuentas de sustituir unas hipótesis que los hechos desmienten por otras que se hallen más de acuerdo con las nuevas experiencias y al mismo tiempo nos ofrezcan, mediante enlace lógico entre esas experiencias y los principios fundamentales, una concepción económica satisfactoria para la razón y que constituya también un arma más eficaz para la política económica práctica.

Esbocemos la que a nuestro parecer concierne al caso.

El curso de los acontecimientos económicos, según es notorio a todos, no se halla marcado simbólicamente por una curva continua, sino por una línea quebrada o fluctuante. Cualquiera

hecho económico que analicemos estadísticamente y representemos gráficamente se traduce por una caprichosa sinuosidad, y esto es más cierto cuanto más complejo e interdependiente es el fenómeno analizado, de suerte que si pudiésemos trazar un gráfico del desarrollo del conjunto de la economía, la traza sería todavía más irregular. Toda evolución económica, sea de auge o de depresión, no se cumple por un proceso continuo de alza o baja, sino por una serie de fluctuaciones de carácter estacional o accidental, que sólo en promedio de alguna amplitud marca la tendencia general.

Tratándose de la cotización relativa de las monedas, el curso de las cosas se complica todavía más en cuanto no dependen sólo del curso de una economía individual, sino de la interrelación entre la marcha de cada una con respecto a todas las demás. Ese curso resulta más accidentado ahora por las constantes interferencias de los diversos regímenes monetarios, por la diferencia de fase en el ciclo de las varias economías individuales, por las medidas aduaneras y las contingencias, por las restricciones comerciales y los cambios, por los bloqueos de divisas y las cortapisas al movimiento de capitales, que hacen más voluble y azarosa la marcha de las economías nacionales.

Dado esto, ocurre que aquellas economías que se valen de una moneda variable encuentran en las oscilaciones de su cambio un amortiguador que compensa y neutraliza hasta cierto punto las variaciones accidentales e imprevistas, de suerte que su efecto se transmite menos, y menos bruscamente, a los factores internos de la economía; de donde mayor estabilidad de los precios y de sus elementos determinantes, y menor perturbación de su evolución interna por interferencia de los acontecimientos exteriores. No ocurre así con las economías de moneda estabilizada que, por la cotización invariable - rígida - de sus monedas, están sometidas a una repercusión inelástica de las variaciones exteriores en su nivel de precios, en la capacidad de demanda, en los costes de materias primas, etc.

Fijémonos particularmente en la balanza de pagos, que es el hecho en relación más directa con el cambio. Si los factores externos o internos evolucionan en el sentido de favorecer esa balanza y aumentan las partidas de su crédito, en un país de moneda no estabilizada el fenómeno se traduce por una tendencia ascendente de la moneda, debida al predominio de la demanda sobre la oferta de esa divisa; el alza de la moneda tiende a neutralizar el efecto de aquellos factores, amortiguando así su repercusión sobre la economía interna; la baja de la moneda, en el caso inverso, tiene el mismo efecto compensador. No así en una economía de moneda estabilizada; en ésta la tendencia favorable de la balanza, debido a causas accidentales, al no poder actuar sobre el cambio monetario, se traduce ipso facto en una entrada de metal monetario que directa o indirectamente infla la circulación, incrementa la capacidad de demanda y empuja hacia arriba los precios en aquella porción del aumento de capacidad de demanda que se traduce en demanda real. Cuando el proceso inverso sobreviene, la estabilidad del cambio obliga a exportar oro, contrayendo el volumen de medios de pago, lo que obra sobre la demanda o sobre el crédito y determina en el mercado usual, en el financiero o en ambos una contracción dolorosa. De aquí, como hemos hecho observar otras veces, que la economía de los países de moneda fluctuante resulta a menudo menos perturbada o más estacionaria que la de los países de moneda estabilizada.

Ahora bien, las economías tienen una notable capacidad de adaptación, especialmente a las condiciones favorables. Una economía cuyos precios suben, cuyas salidas comerciales mejoran, cuyas cargas financieras bajan, que encuentra, en fin, holgura en su desarrollo, pronto se adapta a ello. Si luego se cambian las tornas, el mal se calibra no con respecto a la situación primera, sino con respecto a aquélla de mayor auge a la que la economía hizo su adaptación. Esto explica que, en los países que han hecho devaluaciones de monedas conservando un patrón fijo con el oro, se haya observado una mejora súbita seguida de un alza de precios rápida

y de una gran disminución de la tensión financiera; el proceso ha sido más rápido en este aspecto que en los países que han devaluado sin estabilizar. Pero en cambio pronto han caído los primeros en un punto muerto; agotados los efectos de la devaluación realizada, su situación se estaciona o vuelve a empeorar y se encuentran ante la disyuntiva de una nueva devaluación o de una depresión renovada.

Se comprende que los países sin moneda estabilizada no encuentren ese punto muerto que les fuerce a una devaluación mayor y progresiva, porque los momentos de empeoramiento se traducen efectivamente en una caída relativa de sus monedas, más esa caída ha sido compensada en todo o parte por elevaciones anteriores en los períodos de mejoría relativa, sin adaptarse por completo ni a una ni a otra, sino sólo al nivel promedio de depreciación exigido por los factores generales y permanentes de su economía en relación con las demás. En cambio, en las naciones de moneda estabilizada, cuando el mal momento llega, habría de caer su moneda por debajo del punto fijo que han adoptado y, como esto no puede suceder, el efecto (en Economía como en Mecánica el principio de conservación de la energía es válido) se ha de ejercer sobre rodajes más íntimos del mecanismo económico, que resulta más profundamente perturbado.

De aquí se deduce una consecuencia que a muchos parecerá inesperada, y que sin embargo es lógica - algunas veces hemos enunciado ya esta idea - que el peligro de una carrera a la devaluación viene más bien de los países que permanecen fieles al dogma de la estabilidad monetaria aun habiendo admitido el principio de la devaluación, que de aquellos que han prescindido totalmente de él. Porque en estos el mantenimiento de los precios asegura un valor interno y sustancial a sus monedas, en tanto que en los otros la devaluación seguida de estabilización va produciendo alza de precios, y si se encuentran ante la necesidad de nuevas devaluaciones (como parece que le ocurre a Checoslovaquia por ejem-

plo) la perspectiva que se les presenta es la de un deterioro indefinido por etapas del valor de sus monedas.

Nosotros los españoles, que tenemos la más rica experiencia de una moneda fluctuante podríamos deducir de ella muy valiosas consecuencias. Desgraciadamente ni esa experiencia, más larga que la de los demás pueblos, ha sido tenida en cuenta como merece, ni menos se ha cuidado de interpretarla correctamente.

Servicio de Estudios.

27 SEPT. 1935

## C r ó n i c a   s e m a n a l .

Con motivo de la Asamblea de Ginebra y de la propuesta del Ministro de Comercio francés vuelve a hablarse de estabilización monetaria.

A pesar del ambiente más propicio que encuentra la idea a medida que la recuperación progresa en los países del bloque libra y del dólar, no parece que los tiempos estén todavía maduros para llegar a una solución práctica. Una oposición doctrinal al restablecimiento del patrón oro no existe francamente en ninguna parte, aunque no dejen de manifestarse opiniones de distinguidos científicos, - tal, por ejemplo, el economista sueco Gustavo Cassel, por citar uno de los más relevantes - que ponderan las excelencias y ventajas demostradas por las monedas de papel, como la libra actual, y consideran la posibilidad de mantener un sistema relativamente estable de valores y cambios mediante una moneda de valor oro inestable. Pero, en general, estas opiniones no han traspuesto el campo de las especulaciones teóricas. Los políticos economistas siguen afectos teóricamente al principio de la moneda metálica.

Sin embargo, el problema de la estabilización inmediata de las actuales monedas errantes cuenta todavía con la oposición de los dirigentes de la política monetaria de los respectivos países; que no juzgan todavía la situación del mundo adecuada para que el patrón oro cuente con una base sólida.

Dentro de una aspiración ideal a retornar a él y de restablecer una mayor libertad de comercio, como condición indispensable para volver a los tiempos prósperos de pasadas épocas, dos tesis contradictorias se enfrentan: la de Francia, que estima la estabilización condición previa de la atenuación de los obstáculos al intercambio, y la de Inglaterra, que juzga necesaria la mitigación de las barreras comerciales como preámbulo necesario para que la estabilización monetaria halle viabilidad.

No puede negarse a ninguna de ambas tesis su parte de razón. Mientras sean posibles devaluaciones arbitrarias de las monedas ajenas, será difícil que ningún país se resuelva a comprometerse en acuerdos que limiten su libertad de defenderse comercialmente. Por el contrario, en tanto las naciones se entreguen a una política de feroz nacionalismo económico y restrinjan progresivamente la entrada a los productos ajenos, único medio que tienen los compradores de pagar sus importaciones sin empobrecerse en el metal base de su circulación, será difícil que el patrón oro pueda funcionar en el mundo sin inminente riesgo de fracaso. Nos encontramos, pues, en un círculo vicioso al cual hay que encontrarle alguna salida elevándose sobre ambas tesis absolutas.

Si miramos a la historia de los acontecimientos económicos recientes, parece más justificada la segunda tesis que la primera, por cuanto la agudización del proteccionismo ha precedido a la caída del patrón oro en el mundo. No puede negarse que luego se han influido mutuamente, pero por lo menos no ha sido el envilecimiento monetario lo que ha dado el primer impulso a las medidas autárquicas. Cuando cayó el patrón oro en Inglaterra, Francia había reforzado sus defensas arancelarias y había montado el novísimo artilugio proteccionista de los contingentes, y la Gran Bretaña había restablecido el arancel, que casi comenzó a funcionar simultáneamente con la suspensión del patrón oro.

La opinión más razonable parece ser la de que el autarquismo económico, como la inestabilidad monetaria, son hijos gemelos de ese desequilibrio económico en que las crisis sustancialmente consisten. La demanda se contrajo en el mundo y los precios comenzaron a bajar. Cualquiera que sea la causa original a que cada cual prefiera atribuir estos fenómenos, se trata de dos hechos innegables y enlazados lógicamente de los cuales ha de partir toda explicación realista de la evolución económica: la menor demanda global causó un excedente de mercancías y una baja consiguiente de los precios; hubo que restringir la producción y sobrevino el paro, o su agudización donde ya existía.

Dada esta situación de hecho, los países se encontraron con que sus producciones no hallaban salida suficiente y los mercados se atascaban. Esto ocurría lo mismo con los productos de consumo nacional, que encontraban dentro del país la competencia de los extraños, que con aquellos otros que normalmente se exportaban en parte. Una reacción instintiva, poco racional acaso pero muy natural, lleva a impedir la entrada de las mercancías extranjeras que vienen a competir con las nacionales. ¿Cómo permitir la entrada de productos extranjeros cuando los similares nacionales no pueden venderse? Claro que ello pudiera haberse evitado por el cumplimiento de la ley económica, según la cual el exceso de una mercancía hace bajar su precio; si el de los productos nacionales hubiese descendido lo suficiente para competir ventajosamente con los extranjeros, la competencia de éstos habría resultado inoperante. Pero si se dejaba caer el precio de las mercancías al nivel marcado por la competencia extranjera y el sobrante de la producción propia, los precios se envilecían hasta quedar por debajo de los costes mínimos, y la crisis de la industria nacional se acentuaba en términos dramáticos, con la natural repercusión sobre el paro; de modo que en el fondo latía el problema de un desajuste entre los costes, la producción y las posibilidades del mercado.

Al mismo tiempo que se restringían las importaciones se procuraba estimular las exportaciones por todos los medios, puesto que la superproducción afectaba a todos los sectores. No se veía o no se quería ver lo contradictorio de ambas políticas. Es notorio que cada país no puede pagar sus importaciones sino mediante exportaciones de sus propios productos y, si no se le permite que lo haga así, sólo podrá seguir importando a expensas de sus reservas metálicas, las cuales se ven mermadas rápidamente originando una contracción monetaria que agudiza la crisis comercial y financiera en términos intolerables. Ello había de forzar a medidas de defensa monetaria consistentes en prohibir la exportación de metal monetario o en intervenir el mecanismo de los pagos

exteriores para mantener el valor de las monedas que tendían a una depreciación rápida bajo los efectos de la contracción comercial que, cerrando la salida a los productos exportables de cada país, desequilibraba su balance de pagos.

Todavía más. Bajo el efecto de esa desorganización monetaria se han ido fomentando las tendencias autárquicas, porque se ha creído que el mejor medio de robustecer el equilibrio de las balanzas comerciales era llegar a prescindir de los renglones más considerables de las importaciones en que la producción indígena pudiera suplantar a la extranjera. Bajo este impulso, y al amparo de las medidas de ultraprotección, se han desarrollado antieconómicamente los cultivos e industrias de cada país para sustituir a la producción de los antiguos abastecedores, con lo cual se ha empeorado la situación de éstos, se ha disminuído su capacidad de compra y se ha agudizado en el mundo el fenómeno de superproducción. En este aspecto el nacionalismo político, hijo en gran parte del malestar económico, ha sido un poderoso refuerzo para el nacionalismo económico.

En el origen, pues, tanto del problema comercial como del monetario, hay la causa económica de la crisis que, contrayendo la demanda global de productos, ha deprimido sus precios por debajo de sus costes creando así un desequilibrio funcional, que ha dado al paro su carácter agudo, que ha exacerbado la situación social, que ha forzado a medidas de defensa y ha colocado a las monedas, medida de los valores, en una situación forzada desde el momento que no se ajustaban a medir esos valores de modo que todos y cada uno recibieran una remuneración equitativa por su colaboración económica.

Es posible que algún día un patrón rígido de valores se restablezca, pero si las causas actuales de desequilibrio subsisten, cada vez más agudizadas por el progreso en los medios de producción y circulación, tropezará con nuevos fracasos más frecuentes de día en día. De momento, los hechos que han determinado

la rotura son demasiado visibles todavía para que se obtenga un acuerdo de estabilización. Y por si faltaba algo, los temores de conflagración en el mundo crean un nuevo motivo de incertidumbre y de inestabilidad, cuyos efectos se hacen ya notar en los movimientos desordenados de capitales, elemento no pequeño de perturbación de los cambios.

Servicio de Estudios.

- 4 OCT. 1935

## C r ó n i c a   s e m a n a l .

El Ministro de Hacienda francés acaba de hacer la exposición ante la Comisión de Hacienda de la Cámara francesa, de las líneas generales del Presupuesto para 1936. Este presupuesto es particularmente interesante por cuanto su desarrollo constituirá uno de los elementos primordiales para juzgar el éxito de la deflación operada mediante las últimas medidas de restricción de gastos. El otro elemento, más importante todavía, será la evolución que siga la situación económica del país. Uno y otro han de decidir el triunfo o el fracaso de la tentativa de deflación que lleva a cabo la vacinación y que constituirá de todos modos uno de los experimentos económicos más aleccionadores que se haya verificado nunca.

El presupuesto total de gastos se presenta dividido en dos: el presupuesto ordinario que asciende a unos 40.000 millones de francos y el llamado presupuesto del Tesoro, un verdadero presupuesto extraordinario en el cual figuran 5.847 millones por gastos militares que constituyen gastos de primera instalación o de renovación de material, de construcción de navios e investigaciones científicas. A estos gastos se les atribuye además el papel de servir indirectamente para atenuar el paro. Figuran además en ese presupuesto 388 para nuevos trabajos de los Ministerios civiles y 383 de anticipos reembolsables para distribución de energía en los campos, crédito agrícola, caminos vecinales y conducciones de aguas. Este presupuesto, unido a los 1.500 millones de déficit calculados para los ferrocarriles, totalizará 3.000 millones, para los cuales habrá que acudir al crédito público, suponiendo que las realidades correspondan a los cálculos.

Ha explicado M. Marcel Regnier que los ingresos se han calculado con toda sinceridad, teniendo en cuenta la recaudación de los últimos doce meses corregida por la aplicación de coeficientes de reducción, para lo que se tienen en cuenta tres series de

índices precisos: el de los precios al por mayor, el de los precios al por menor y el de volumen de la producción.

A pesar de todas estas precauciones, es bastante dudoso que la realidad se ajuste a las previsiones. Aunque esos índices aplicados a presupuestos anteriores hayan resultado exactos, la situación ahora es nueva, por cuanto están obrando los efectos de las restricciones acordadas por medio de los decretos-leyes.

La razón que se dá para el presupuesto extraordinario, es, como siempre en estos casos, que se trata de gastos excepcionales que no es justo que se soporten por el contribuyente y deben pagarse con el empréstito. La razón, aun dando por supuesto que se trate en su mayoría de gastos de material permanente y obras, no es del todo convincente, pues el material guerrero, por muy permanente que sea, tiene un período de vida muy corto a causa del perfeccionamiento de los medios de ataque y defensa, de modo que su renovación es un gasto casi continuo. Y aun se podría admitir su realización a expensas del crédito público, si la amortización de esas sumas se hiciera con la premura que exige su rápida inutilización, pero no ocurre así ciertamente, de modo que al cabo de pocos años, a las cargas impuestas por la deuda contraída ahora, se vienen a sumar los nuevos gastos exigidos por las sucesivas renovaciones de un material pronto envejecido.

En rigor, el establecimiento de un presupuesto extraordinario no es más que la confesión de impotencia para equilibrar los gastos públicos y la necesidad de recargar continuamente al Erario con el peso del servicio de nuevas deudas. Y menos mal si la liquidación del presupuesto responde a lo calculado y no aporta algún grave desengaño.

Servicio de Estudios.

11 OCT. 1935

## Crónica semanal.

Es interesante seguir el desarrollo de las cuentas del Tesoro belga, por cuanto ellas marcan la mejora alcanzada por la Hacienda de aquel país después de la devaluación, como consecuencia de ella y de las demás medidas de restauración financiera adoptadas por el Gobierno de Van Zeeland.

Todavía no se conocen las cifras del presupuesto para 1936, porque el proyecto, aunque elaborado ya, no ha sido todavía presentado a las Camaras ni se conoce por consiguiente, pero por las declaraciones del Ministro de Hacienda belga, M. Max Leo Gerard, se sabe que dicho presupuesto se presentará sin déficit inicial. Claro que no son los cálculos previos lo que en esto importa, sino el grado con que esos cálculos se adapten a las realidades. Para juzgar de realidades vale más observar cómo se ha desarrollado el presupuesto del año actual. Según el desarrollo del presupuesto en los tres primeros meses del año se calculaba que se liquidaría con un déficit de 900 millones. Los datos actuales permiten estimar que el déficit será de unos 200 millones.

Este cambio de perspectiva ha sido debido a la mejora de la coyuntura económica en el país y a un descenso extraordinario en el tipo de capitalización que ha venido como consecuencia de la abundancia de disponibilidades subsiguiente a la devaluación. El último empréstito emitido por el Gobierno Theunis fué un empréstito con lotes, que comprendiendo el valor de estos representaba para el Tesoro belga un interés de 8 %. La deuda belga según la cotización actual se capitaliza al 4,37 %. Ello permitió que la conversión dispuesta por Van Zeeland a raíz de encargarse del Poder se pudiera hacer bastante voluntariamente.

El beneficio producido al Tesoro por la revaluación del encaje oro ha dado a aquel una gran holgura de movimientos. La magnitud de ese beneficio, al tipo de 25 % adoptado, se elevó a la suma de 3.730 millones de francos, de los cuales 345 millones fueron entregados al Banco de Bélgica para reducción de la deuda del Estado al Banco, que era todavía de 1.370 millones, y como por el arreglo hecho en la circulación de billetes de 50 francos ha resultado un ingreso de contabilidad para el Tesoro de 525, que también se han destinado al mismo fin, la deuda ha quedado reducida a 500 millones.

1.125 millones del beneficio de revaluación fueron destinados a formar el Fondo de regulación de cambios. Pero la situación del belga se ha mostrado tan firme, las entradas de oro han sido tan importantes y el cambio se ha sostenido por sí solo con beneficio constante al contado y a plazo sobre todas las plazas del mundo, que esta medida de precaución que se tomó no ha necesitado ser utilizada y aquel fondo se halla intacto; el Gobierno se propone suprimirlo considerando que el belga queda suficientemente protegido por la reserva oro actual del Banco Nacional que se eleva a 17.000 millones. Se calcula que aunque se produjese la retirada de todos los capitales extranjeros en Bélgica, el Banco de emisión podría soportar el drenaje de fondos sin peligro.

Otra particularidad interesante del destino del beneficio de revaluación es la constitución de un Fondo de regulación bursátil o más propiamente de los valores del Estado, que ha constituido una aplicación del sistema del "open market" practicado tradicionalmente por los países anglo-sajones, y que durante esta grave crisis monetaria ha tendido a extenderse por todo el Continente. Ese Fondo fué dotado con 1.000 millones y ha funcionado muy activamente comprando y vendiendo títulos del Estado, según la tendencia de la Bolsa. Gracias a esto se ha logrado sostener muy estables las cotizaciones de

Fondos públicos en las Bolsas de Bruselas y Amberos durante esta época en que los incidentes de la política internacional han producido tantas fluctuaciones en casi todas las Bolsas del mundo. Actualmente el Fondo de regulación vende títulos de la Deuda unificada 4 %, a 91  $\frac{1}{2}$  %. No se dice naturalmente cual es la cantidad que el Fondo tiene empleada actualmente en valores; es de suponer que sea elevada. Merced a ello se ha conseguido mantener alta su cotización y barato el dinero, surtiendo en abundancia de fondos líquidos al mercado. En último resultado si el Fondo no pudiera evacuar en el mercado esos valores sin peligro para las cotizaciones, todo se reduciría a haber hecho una amortización anticipada con un beneficio de interés, de diferencia de cotizaciones y de lucro en la amortización.

Aun quitando del beneficio de revaluación esos 1.000 millones, los pagos hechos al Banco Nacional y el Fondo de regulación de cambios, quedan 1.027 millones de francos que, unido al fondo intacto de cambios, hace 2.152 millones con que se cuenta atender, sin recurrir al empréstito, a la financiación del presupuesto extraordinario de reconstrucción económica, que se eleva para 1935 a 1.701 millones, comprendiendo los créditos suplementarios votados. De esos 1.701 millones quedan por pagar 1.310 millones cuya liquidación se prolongará hasta mediados del año próximo, superponiéndose en parte al presupuesto extraordinario de 1936.

Si entre tanto la reconstitución económica se opera y se logra contraer y anular prácticamente la necesidad de esos créditos extraordinarios, al paso que equilibrar en la realidad el presupuesto ordinario, la Hacienda belga se encontrará en una situación desembarazada. La diferencia entre el momento actual y hace seis meses es que esa perspectiva se puede estimar como probable, mientras que entonces ni siquiera se entrevía.

Servicio de Estudios.

Parece que el viaje a Europa del Ministro de Hacienda norteamericano no estaba tan desprovisto de interés político-económico como se dijo al emprenderlo. Mr. Morgenthau ha hecho un tanteo sobre las posibilidades de estabilización inmediata, tanteo que ha dado por resultado, según él propio ha declarado al llegar de regreso a su país, el convencerse de que la estabilización no se halla sensiblemente más próxima ahora que hace seis meses. En concreto, que no se advierte todavía el momento en que podrá llegarse a la estabilización.

El obstáculo naturalmente es Inglaterra. Francia no querría nada mejor que llegar a un acuerdo general en virtud del cual las principales monedas del mundo fijaran su valor con respecto al oro, como lo tiene fijado el franco. En cuanto a los Estados Unidos con el dólar subvaluado, gozando de una afluencia enorme de oro a causa de su balanza favorable y de una entrada considerable de capital europeo, y habiendo renunciado el Presidente Roosevelt a nuevos experimentos económicos - lo que ha sido punto de arranque de una consolidación del movimiento de recuperación en los negocios - las perspectivas de una estabilización definitiva, que consagre la que de hecho está en vigor, no constituye una perspectiva desagradable. Pero ello habría de ser a condición sine qua non de que Inglaterra estabilizase la libra: mientras eso no suceda, su táctica es estar a la expectativa, vivir al día o sobre la base de las 24 horas, según la expresión misma de Mr. Morgenthau.

Y aquí está el inconveniente, la Gran Bretaña no quiere estabilizar. Le ha tomado gusto al sistema actual y, después de haber sido el adelantado del patrón oro en el mundo, ahora trata de serlo - no en balde fué siempre maestra en cosas económicas - de un nuevo sistema monetario cuyas bases no ha logrado concretar todavía, pero que se separarán bastante del patrón oro clásico. Y en esto le acompañan los Dominios y los países satélites, formando una

unidad, un bloque económico, de magnitud decisiva.

El último número llegado del "Financial Times" dedica al futuro patrón oro un artículo que ya va siendo objeto de comentarios en el Continente. En él, después de una crítica del patrón oro tal como funcionaba antes, cuando "los movimientos de oro afectaban directamente la magnitud de la reserva del Banco de Inglaterra influenciando a la vez el coste y la cantidad de crédito", cuando "la invariabilidad del cambio impedía detener las salidas de oro corrigiendo la sobrevaluación de la libra", expone lo que a su juicio será en lo futuro, en el supuesto de que las monedas del bloque oro puedan ser colocadas algún día en equilibrio con libra y dólar.

El oro de un país se dividiría en dos partes: una, la reserva del Banco de emisión; otra, un Fondo regulador de los cambios. Cuando se manifestase una presión sobre el cambio, las autoridades monetarias tendrían que decidir si procedía de una afluencia transitoria de capital o de un desequilibrio del balance de transacciones. En el primer caso habría de funcionar el Fondo de Regulación, en el segundo jugaría el oro del Banco de emisión; sólo en este último habría lugar para una expansión o contracción del crédito y para la variación de los tipos del interés. La economía interior sólo sería afectada cuando tuviera necesidad de correctivo.

Hay en esta concepción una cosa en teoría bien vista: la discriminación del movimiento de oro en dos partes muy distintas, que en la teoría clásica del cambio no se distinguían: el oro cuyo movimiento obedece a razones comerciales de desequilibrio en los niveles de precios interno y externo, y aquel otro que se mueve como secuela de las grandes mareas internacionales de capital. Sus efectos y reacciones son distintos.

Pero la aplicación práctica de tal doctrina no se ve clara. Es muy fácil decir que las autoridades decidirán cuando se trata de un fenómeno o de otro, o en qué grado la realidad observable

obedece a una u otra causa (porque muy frecuentemente ambas co-existirán) mas ¿qué autoridad estará capacitada para hacerlo con alguna certidumbre? Tales cosas cabe inferirlas, y no con absoluta certeza, a la luz de los efectos posteriores: no creemos que haya **nacido** quien sea capaz de diagnosticarlas al tiempo que se producen.

Por otra parte, la concepción no parece del todo acertada en las consecuencias de política monetaria que se quieren sacar. ¿Es que los países no tienen que defenderse más que contra las pérdidas de oro debidas al movimiento de capital? Cuando examinamos objetivamente los acontecimientos monetarios de los últimos años, lo que vemos que ha causado los mayores males a las economías nacionales no son las espectaculares salidas súbitas de oro de un país a consecuencia de un pánico financiero que ha hecho huir a los capitales flotantes. Eso ha tenido aquellos efectos psicológicos tan comentados y de tan escasa trascendencia a la larga, pero no ha puesto en peligro la situación económica de un país más que cuando esa situación se hallaba ya fuertemente minada por un persistente balance deficitario, que lentamente iba causando una tendencia depresiva de su precios internos, demasiado elevados con respecto a los del mercado mundial. Ese proceso es el que iba acentuando su crisis propia y haciendo la situación económica insoportable.

Ha sido defendiéndose contra esa influencia deflacionista como las naciones han ido elevando sus barreras aduaneras y creando esos mil artilugios defensivos que han congelado las corrientes comerciales. Todo ello ha nacido del afán de sustraerse a la tendencia bajista del mercado mundial, tendencia bajista que representaba en todas partes la agravación de la crisis. Los Gobiernos, estimulados por las fuerzas económicas, han querido oponerse a ese proceso de baja mediante las más variadas medidas intervencionistas, para no aumentar las dificultades de la situación, cuando no han tratado de crear artificialmente una tendencia opuesta, de alza moderada de precios, que

se presentaba como condición inexcusable de la recuperación económica. De este modo se crearon los desequilibrios de niveles de precios que han acarreado la ruina del patrón oro en casi todos los países, y la situación angustiosa de los países que han querido conservarlo a todo trance, lo que sólo podría lograrse a expensas de una deflación enérgica, que no siempre se ha tenido el valor de afrontar y cuya posibilidad práctica todavía está por demostrar en los casos en que se ha acometido.

Si lo que se hubiera querido hubiese sido la restauración del equilibrio mediante la salida del oro de los países que tenían altas paridades y, por consiguiente, saldos deficitarios, para que así, con arreglo a los principios monetarios clásicos se hubiese producido por doquier la nivelación de precios exigida por un buen equilibrio comercial, no hacía falta más que dejar marchar los acontecimientos libremente. Creemos que es contra eso contra lo que se ha reaccionado con ciertos visos de cordura, porque no oponerse a esa tendencia deprimente de la actividad económica, parecía francamente suicida. Y si con el nuevo patrón propuesto, parecidas circunstancias volvieran a presentarse ¿es que esa simple separación del oro en dos fondos que actuaran alternativamente iba a salvar una dificultad que afecta tan hondamente al mecanismo económico?

Algunos economistas ingleses se han dejado impresionar exageradamente por el gran papel externo que han representado recientemente los movimientos internacionales de capital, y descuidan la verdadera raíz de la cuestión. Por lo demás, no parece de una gran lógica el suponer que los tipos de interés habrían de reaccionar a los movimientos de oro debidos a causas comerciales y, por el contrario, permanecer inertes a los movimientos de capital, cuando precisamente el tipo de interés es un precio del capital y no de las mercancías comunes.

Con arreglo a las normas clásicas, se preconiza la elevación del descuento cuando hay hemorragia de oro, pero nadie

entiende con esto que se va a influir el balance comercial, sino que se aspira a retener los capitales que salen o atraer a los que pudieran venir con el cebo de la mayor ganancia. La imperfección de la doctrina clásica está precisamente en que no distingue bien entre los instrumentos que obran sobre las corrientes capitalistas, como la variación del tipo de interés, y los que actúan sobre las corrientes comerciales, que son los precios y el cambio monetario.

Lo que encanta a los ingleses de su actual régimen monetario es que mediante él han podido conservar hasta ahora una sorprendente estabilidad de precios y al mismo tiempo abaratar el dinero de un modo permanente, sin súbitas y considerables fluctuaciones. Pero esto no ha sido debido tan sólo a la acción del Fondo de Regulación, sino más que nada a la posibilidad de variar el cambio "corrigiendo la sobrevaluación de la libra", lo cual no sabemos cómo se podrá conseguir en el nuevo patrón oro, a menos que no tuviera de ello más que el nombre.

En fin, todo hace pensar que para un restablecimiento del patrón oro, del patrón oro que sea, no están a punto las circunstancias, ni tampoco las ideas.

Servicio de Estudios.

25 OCT. 1935

## CRÓNICA SEMANAL.

Hablábamos pocas semanas ha, en esta crónica, de la situación de la Hacienda pública de Bélgica, y hacíamos algunas conjeturas acerca de lo que podría ser el futuro presupuesto para el año 1936.

Posteriormente, el sábado último, el primer Ministro belga, en un discurso pronunciado en la Unión Católica, ha suministrado algunos datos precisos que no aportan nada nuevo importante sobre lo que allí decíamos. Ha confirmado que el presupuesto actual se saldará probablemente con un déficit del orden de 200 millones, contra los 900 ó 950 que se calculaban según el resultado del primer trimestre del año.

Una cosa resalta en su exposición de hechos: que las economías importantes obtenidas se deben al hecho de la devaluación y de la reanimación económica que la siguió. Doscientos o trescientos millones de economías proceden de los menores gastos en socorros de paro. La otra partida importante es la reducción de las cargas de la deuda que hubiera sido imposible sin el respiro que produjo en el mercado financiero belga la inversión en el movimiento de capitales y la mejora de la balanza de pagos. En cambio hubo que aumentar algo los sueldos de personal, a causa de la pequeña elevación del coste de la vida (de 90 a 95 % del tipo ordinario de los aranceles de sueldos). Pero el mayor avance para llegar a un equilibrio efectivo de la Hacienda (pues el déficit actual se debe al arrastre de los 3 primeros meses del año) ha sido el aumento de ingresos, los cuales no sólo han respondido a las estimaciones presupuestarias - lo que no ocurría antes - sino que las han superado, no obstante haber practicado algunas desgravaciones que se estimaban indispensables. Esto quiere decir que el crecimiento de los ingresos ha sido debido exclusivamente a la mejora en las bases imponibles.

En otro lugar de este informe se encontrará un resumen de los resultados obtenidos por la política de van Zeeland en el orden económico, según un comentarista belga. No hay que olvidar que una gran parte del estímulo de la economía ha sido conseguida mediante el presupuestario extraordinario de obras públicas que el Gobierno ha puesto en marcha sin acudir al mercado financiero, gracias a la reserva constituida por el beneficio de la reevaluación. No sería justo, sin embargo, atribuir a ello el arranque inicial, pues aunque ésta era una de las piezas esenciales de los planes de van Zeeland, la imposibilidad de improvisar los proyectos de obras por realizar, su contrata, etc., apenas si ha permitido hasta hoy más que iniciar esas obras, cuyo efecto tendrá su pleno desarrollo de ahora en adelante.

Lo que también es evidente es el alza que se va realizando en el índice de precios. En un solo mes (15 Septiembre a 15 Octubre) ha pasado de 670 a 684, es decir, un alza de 14 puntos, poco más de un 2 %, y desde Marzo un 10 %. Esto contrasta con la estabilidad que han mostrado los precios en Inglaterra y en los países de la libra. También sobre este singular fenómeno hicimos observaciones hace algunas semanas, que este hecho viene a corroborar.

Probablemente, influyen en él las circunstancias económicas del mundo, donde tiende a manifestarse, en general, una alteración de precios, en tanto que la devaluación de las monedas anglo-sajonas vino a coincidir con una marcada tendencia a la baja en los precios oro internacionales. Pero es de creer que, sin eso, la caída de aquellas monedas hubiera sido más moderada y los precios se hubieran mantenido estables no obstante.

El Gobierno belga, por una parte toma medidas para facilitar los aprovisionamientos abriendo la mano en las licencias de importaciones y mostrándose liberal en la ampliación de los contingentes a fin de contrarrestar esa tendencia alcista; y por

otra, procura tranquilizar a la opinión señalando que el producir un alza lenta y moderada ha sido siempre uno de sus objetivos, para volver a los niveles de 1933 que suponen recobrar los índices de 700 a 725, como medio de obtener el reajuste necesario de precios, en contra de la política de deflación de los Gobiernos anteriores. De todos modos se está aún lejos del 39 % de alza que correspondería a la devaluación del 29 % en la moneda, y que algunos pronosticaban que se realizaría automáticamente.

Servicio de Estudios.

- 1 NOV. 1935

## CRÓNICA SEMANAL.

La última semana nos ha traído un suceso monetario sólo comparable en importancia a la suspensión del patrón oro en Inglaterra hace cuatro años y al mismo acto llevado a cabo por Norteamérica hace dos. China acaba de suspender el patrón plata. Ha declarado inconvertible su billete y ha establecido el embargo sobre la plata circulante, la cual deberá ser entregada a cambio de billetes, única moneda con curso legal y poder liberatorio de ahora en adelante. La plata recogida pasará a formar la reserva legal de los billetes.

Lo más importante de todo es que el curso del dólar chino (dólar de Shanghai) dejará de oscilar con respecto a las monedas europeas con las variaciones de cotización de la plata. El Gobierno chino ha fijado en  $14 \frac{1}{2}$  peniques la cotización oficial de dólar de Shanghai y esta cotización se mantendrá por la compra y venta de divisas extranjeras por los Bancos oficiales, en cantidades indefinidas.

Claro que para ello será menester que las divisas entren en cantidades suficientes para suplir las demandas, es decir, será menester que al tipo fijado la balanza de cobros y pagos se equilibre, lo cual no es posible afirmar a priori que así va a ocurrir.

Una de las principales dificultades con que ha tropezado China desde que, a consecuencia de la política americana de la plata, este metal empezó a subir de precio, es que la cotización en alza de la moneda china dificultaba sus exportaciones y daba un estímulo a la importación de artículos extranjeros en el país, de modo que el balance de pagos tendía a presentar un déficit creciente que en parte se saldaba con salida de plata, legal o fraudulentamente, y esta disminución del medio circulante en el país determinaba una crisis monetaria interior y una disminución de la capacidad de compra nacional.

Estas dificultades, que ya señalamos en su día, muy semejantes a las que se desarrollaron en los países de Europa y América cuando el oro, su patrón monetario, comenzó a revalorizarse, hacían temer desde el principio que China se viese obligada a suspender su patrón monetario tradicional, como los países de patrón oro se habían visto obligados en su mayoría a suspender el suyo para sustraerse a la acción deflacionista. Así ha ocurrido.

El cambio fijado por el Gobierno chino al dólar supone una cierta desvalorización respecto a sus cotizaciones anteriores, pues pocos días ha todavía se cotizaba alrededor de 16 peniques. Con esto el Gobierno chino ha querido sin duda buscar un margen de seguridad, pues dicha cotización es inferior no sólo a las que precedieron al alza última de la plata, sino aun a la media de 1933 que correspondió próximamente a 16 dólares chinos por libra, en tanto que la de  $14\frac{1}{2}$  d. por dólar corresponde a 16,55 dólares por libra.

Lo más interesante para el resto del mundo son los efectos que esta medida puede tener sobre el mercado de la plata, y que son imposibles de prever porque dependerán de la futura política de China. Si ésta logra nacionalizar realmente la plata y la conserva como reserva legal, lo cual dependerá de que al tipo de cambio elegido consiga equilibrar su balanza de pagos sin exportar metal, el efecto será estimulante sobre el mercado del metal blanco, porque privará a éste de las entradas de plata resultantes de las exportaciones privadas de China.

Por otra parte, es muy difícil que China pueda prescindir en absoluto de la plata en su circulación, dadas las costumbres monetarias tradicionales del pueblo chino, y probablemente tendrá que proceder a acuñar moneda de plata de un valor intrínseco inferior al legal, para que pueda emplearse en las transacciones ordinarias sin riesgo de que sea exportada.

Pero esto va a depender principalmente del éxito que obtenga China en su intento de nacionalizar la plata, éxito siempre dudoso en un país tan desorganizado y de situación tan anárquica. El mer-

cado de la plata ha recibido con una gran desorientación, muy explicable, la noticia de la reforma monetaria china, con alza primero seguida de una reacción a los precios anteriores. Realmente no hay base todavía para un rumbo firme, sobre todo cuando se ignora cómo puedan reaccionar los Estados Unidos en su política de la plata ante el nuevo paso de China.

Según algunas opiniones, esto desalentaría la política americana de revalorización de la plata, pero el juicio parece prematuro. Una de las causas que parecieron inducir a América a atenuar su política de revalorización, fueron los males que con ello desencadenaba contra la economía china, en oposición con lo que algunos habían sostenido impremeditadamente al afirmar que iba a fomentar su poder adquisitivo. Quizás ahora, sintiéndose desligada de ese reparo, puesto que el valor de la moneda china queda unido por de pronto al de la libra e independiente de las fluctuaciones que experimente la plata, decida intensificar su política si verdaderamente desea conseguir la revaluación del metal y, sobre todo, si quiere sostener baja la cotización de su moneda, sin abrir su mercado interior a los artículos extranjeros, ni su mercado financiero a los préstamos al exterior. Para conseguir esto, no tiene más remedio que saldar su balance de pagos en oro o plata; saldarlo en oro supone el ejercer una gran presión sobre el mercado del oro y, por consiguiente, hacer bajar las cotizaciones de la libra, lo que no desea. Quizás la única salida es importar plata para lo cual la ley de la plata faculta al Gobierno americano, y con lo que al mismo tiempo se empujan hacia arriba los precios de este metal, dando así satisfacción a los intereses argentistas de su país y de México.

Servicio de Estudios.

- 8 NOV. 1935

## CRÓNICA SEMANAL.

Como suponíamos en nuestra crónica de la semana pasada, la reforma monetaria china no ha hecho variar la política americana de compras de plata.

El Tesoro americano ha seguido absorbiendo las ofertas algo cuantiosas de plata que se han realizado estos últimos días, al precio que tiene establecido. El precio de la plata no se ha movido, pues, sensiblemente como consecuencia de acontecimientos que parecen tan trascendentales para el porvenir del blanco metal.

Quienes presunían que eso iba a ocurrir se basaban en la hipótesis de que la salida de China del patrón plata señalaba el signo notorio del fracaso de la política argentista norteamericana, a la cual atribuían dos propósitos fundamentales: acrecentar mediante esa revalorización la capacidad adquisitiva de las inmensas masas de población del Oriente, que usan todavía ese metal como moneda, y reintroducir el bimetalismo en el mundo.

Estos dos propósitos o pretextos se han reiterado mucho por los partidarios de la elevación del precio de la plata o los interesados en ella, pero no sabemos hasta qué punto hayan podido inspirar la política del Gobierno de los Estados Unidos. Sobre todo el primero es tan candoroso que cuesta creer que un Gobierno que cuenta a su servicio con economistas de la más alta competencia haya podido caer en tal puerilidad. Todo el mundo sabe que los pueblos no adquieren las mercancías que importan con la moneda que circula en el interior de su país, a no ser excepcionalmente; que con la moneda con que pagan sus importaciones son sus exportaciones, de modo que su capacidad de compra sólo aumenta cuando su capacidad de exportar crece. Ahora bien, la sobrevaluación de la moneda china que había de acarrear el alza de la materia de que esa moneda está hecha, tenía precisamente que dificultar su expor-

tación y de rechazo disminuir su capacidad de compra para los productos extranjeros. Así lo dijimos en estas páginas cuando, con motivo de la Conferencia de Londres, se comenzó a esgrimir ese argumento; no se necesitaba una gran agudeza para advertirlo. Un país que usa una moneda de cuyo metal no es productor importante, es un país consumidor, importador, demandante de ese metal, no exportador, y todo lo que sea mayor coste que haya de pagar por ese metal es también restar de su poder de compra para los artículos comunes. Claro que la elevación del precio de la plata lo convertía temporalmente en exportador del metal por agio, pero eso era a expensas de desencadenar una crisis monetaria, financiera y en definitiva económica dentro del país.

La China advirtió el mal, hasta lo señaló antes de que se produjera, y trató de evitarlo, cuando sobrevino, mediante un derecho diferencial de exportación sobre la plata, que era ya una derogación formal del patrón plata, el cual exige en puridad el libre movimiento del metal. También hicimos observar en su día cuán difícil resultaba, a causa del contrabando, que tal medida tuviera eficacia a la larga, y así ha sido. Ha habido que acudir a la suspensión de la circulación interior de plata.

Pero en todo esto no hay nada que una mediana previsión no pueda anticipar. ¿Puede creerse que se ocultara a la ciencia de los consejeros económicos del Presidente Roosevelt? No lo creemos.

Ahora se dice ¿cabe mayor fracaso de una política que se propone restablecer la función monetaria de la plata en el mundo, que obligar a retirarla de la circulación a los países que todavía venían usándola y especialmente a la China que hacía tributarios casi exclusivos de la plata a varios centenares de millones de habitantes del planeta?

Ignoramos si verdaderamente ha entrado en los propósitos del gobierno americano un proyecto de tan explícita convergadura como devolver a la plata su rango de moneda internacional. Es más probable que sus leyes argentistas obedezcan a fines mucho más no-

destos y a necesidades y conveniencias más inmediatas, que alguna vez hemos procurado conjeturar. Pero, sea esto así o no, presumir el fracaso de la política americana por lo que está ocurriendo nos parece asaz prematuro.

En primer lugar, la suspensión de la circulación de la plata en la China, no implica su derogación como metal monetario. Tanto valdría decir que el oro no es ni ha sido metal monetario en Europa después de la guerra, porque no ha circulado. Mientras los Bancos lo guarden en sus arcas como contrapartida fundamental de sus billetes, el oro es y será el metal monetario de Europa, aunque no circule en absoluto. Pues bien, no es más que eso lo que ahora imita China: intentar guardar la plata en las arcas de su Banco Central y reemplazarla en la circulación efectiva por billetes.

¿Lo conseguirá? Esto es lo que ofrece grandes dificultades. A la falta de autoridad del gobierno chino en las provincias se une ahora la hostilidad japonesa al proyecto. Lo más probable es que una gran parte de la plata atesorada emigre bajo el incentivo del agio. En ese caso, el mercado de la plata tendrá que absorber durante algún tiempo ofertas de metal intensificadas, puesto que penalizada desde ahora tanto la exportación clandestina como la tenencia de plata, los agiotistas se verán inducidos a arrostrar el riesgo pasajero de lo primero mejor que el riesgo permanente de su ocultación.

Pero la absorción de esas mayores ofertas de plata por el Tesoro americano no ofrecerá ninguna dificultad. Quienes hablan del gran coste que para éste representan las compras de plata desconocen la manera como se hacen estas compras, a cambio de las cuales el Tesoro americano entrega certificados plata, dólares plata o cualquiera otra forma de dinero legal. Actualmente paga unos 60 centavos por onza, es decir, menos de la mitad de su valor legal y puede emitir certificados o billetes a razón de 1,29 por onza. Como está autorizado para hacerlo así hasta adquirir una

reserva plata equivalente a la tercera parte del oro que posee en reserva legal, cosa que todavía supone un margen de algunos miles de millones, resulta que no sólo no le cuesta nada la operación, sino que le produce un beneficio de más del 100 % cada onza de plata que compra. Cuanto más bajo la plata y más plata compre, mayor será el beneficio, sin que se vea por ahora el límite de la operación, puesto que a pesar de las grandes compras realizadas en el último año, los aumentos de la reserva oro han sido tan grandes que ahora todavía le falta más plata para cumplir la Silver Purchase Act que cuando se dictó esa ley.

La absorción, pues, por América, de la plata china que salga al mercado no es ningún problema para las autoridades estadounidenses.

Un período vendrá en que esas exportaciones clandestinas se extingan prácticamente y en que China, si quiere seguir una política monetaria sana, sea importadora de plata y que respalde las emisiones de papel moneda de su nuevo Banco Central. Ello dependerá de que consiga un balance de pagos favorable que le permita importar esa plata. Lo más sencillo y conveniente hubiera sido ofrecer por la plata que nacionalizase un precio tan próximo al corriente en el mercado mundial que no hubiera ningún incentivo apreciable a la exportación clandestina, puesto que luego tendrá que pagarla a mayor precio.

La nacionalización de la plata, su sustracción de la circulación, no tiene nada que ver con reintegrarle su papel monetario. El primer paso de los Estados Unidos para revalorizarla fué también nacionalizar la existente en América. Los metales preciosos guardados en las arcas públicas o de los Bancos centrales están más seguramente sustraídos al mercado de metales que si circulan como moneda acuñada. Ya hemos dicho antes de ahora que si algún día se restablece el bimetallismo en el mundo, no será en la forma clásica de circulación simultánea de oro y plata, ni quizás de ninguno de los dos metales, sino en forma de composición mixta obligatoria de las reservas metálicas.

Si verdaderamente el propósito de los Estados Unidos es restaurar el uso monetario de la plata y su consecuente revalorización, su momento llegará con el día, todavía lejano, en que los países entablen conversaciones para adoptar un régimen monetario internacional. Entonces es cuando América, apoyada por los países productores o grandes poseedores de plata, podrá proponer y acaso imponer la introducción obligatoria de la plata en las reservas y en los pagos internacionales en cierta proporción de que ella ha fijado de antemano el tipo.

No le faltarían buenas razones para ello. La principal es que al concentrar sobre el oro todo el peso de las fluctuaciones económicas da lugar a exagerarlas elevando y deprimiendo los precios excesivamente. Esta acción, repartida sobre una masa mayor, se atenuaría y aumentaría la suma de medios disponibles para el pago de los saldos de los balances internacionales. El aumento de los medios de pago reales que la adición de la plata al oro produciría, puede parecer hoy relativamente insignificante, a pesar de la gran cantidad existente de plata, por causa de su valor relativamente muy bajo. Pero precisamente la reintroducción universal en las reservas daría por resultado su revalorización a tipos parecidos a los antiguos, lo cual triplicaría por lo menos el valor de los stocks actuales de la plata. Y entonces su magnitud económica no sería nada despreciable, pues si su valor sería 15 ó 16 veces menor que el del oro, su producción ha llegado a ser a menudo 15 ó 16 veces mayor que la del metal amarillo y sería mucho más grande el día que su precio se triplicara.

Servicio de Estudios.

15 NOV. 1935

## C R Ó N I C A   S E M A N A L

La semana pasada trajo dos novedades importantes en el orden monetario. Una, la supresión de la intervención de los cambios en la Argentina. Otra, la reforma monetaria rusa con la devaluación del rublo.

La supresión de la intervención del cambio argentino, después de un vasto período de intervención que es algo que en aquel país tenía una larga tradición, es un hecho señalado que viene después de una serie de reformas monetarias y bancarias acertadas y ejemplares que han permitido equilibrar el balance de pagos. Estas reformas ya fueron descritas en detalle en este Informe semanal al llevarse a cabo. Pieza importante de esas reformas fué la devaluación del peso y su unión a la libra; por de pronto, se conservó el mecanismo interventor de la Caja de Cambios hasta ver si el mercado monetario resultaba equilibrado y mientras se liquidaban los efectos de la intervención. Una vez que se ha visto que el mercado se mantiene por sí con el tipo de cambio escogido, la economía argentina se ha desprendido del molesto y embarazoso aparato ortopédico. La Argentina ha hecho desaparecer, pues, la intervención, pero no ha estabilizado con respecto al oro. Ha entrado en el área de la libra.

Lo de Rusia es, en cierto modo, opuesto. Ha estabilizado provisionalmente con respecto al oro, devaluando el rublo considerablemente, pues de 13,13 francos franceses que valía el rublo a la par, según la estabilización que se hizo al crear el chervonetz, se ha dejado reducido a 3 francos. Rusia ha estabilizado, pues, con respecto al oro (aunque no sea más que provisionalmente) pero no ha suprimido la intervención en los cambios ni menos ha adoptado el patrón oro, puesto que no admite la libre circulación de este metal.

Mal podrían haber hecho esto los soviets, por cuanto sea nueva paridad que fijan al rublo no puede ser otra cosa que una paridad de ensayo. Dentro del régimen monetario algo caótico a que Rusia ha venido estando sometida es imposible fijar una paridad real ni siquiera aproximada. Efectivamente, en Rusia no hay hasta el presente un nivel general de precios, por la sencilla razón de que no había un solo precio en cada plaza para un mismo artículo sino varios, según la moneda en que se pagase y quién poseyese la moneda en que se había de pagar. En las tiendas para extranjeros (Torgsin) que ahora se acaban de suprimir, se pagaba en oro o divisas extranjeras y había un precio por cada divisa, que no siempre se correspondían con su verdadera equivalencia. Aparte de esto, el rublo mismo tenía un poder adquisitivo diferente, según la clase de establecimientos en que se comprase. Todo esto acaba de terminar. Se ha unificado el mercado: en adelante, cada artículo tendrá un precio único y será posible establecer un nivel general de precios que dé alguna indicación positiva sobre el poder adquisitivo del rublo y su paridad económica con las demás monedas, cosa que ahora es imposible conocer ni aun al mismo gobierno ruso. Por eso la estabilización formularia respecto al franco no puede tener más que un carácter de prueba o tanteo, y el desarrollo sucesivo del balance pagos habrá de decir si es necesario modificarlo o no. Esto suponiendo que Rusia tenga la intención de entrar en una normalidad de cambios con los demás países, pues el gobierno soviético tiene posibilidades para sostener paridades de cambio caprichosas que no tienen los demás países, ya que estando en sus manos por completo el comercio exterior y las empresas industriales, puede fijar a sus productos de exportación un precio potestativo que no se ajuste al coste, y al mismo tiempo puede vender los productos de importación en el mercado interior señalándoles un precio muy superior o inferior a aquel a que compra, recibiendo el Tesoro soviético el beneficio o soportando la pérdida, con lo

cual modifica la influencia relativa de los precios internos y externos normales.

Claro que esta facultad es más nominal que real, pues la venta a precio inferior al de coste es cosa que a la larga no podría soportarse y exigiría de todos modos rectificación y reajuste. Pero de todos modos, los costes en el sentido soviético es algo bastante diferente de lo que se entiende por tal en un régimen de empresa privada.

Parte importante de la reforma que ahora se introduce es que dejarán de circular en Rusia y hacerse pagos con divisas y monedas extranjeras. Estas tendrán que ser cambiadas previamente en la Oficina de Cambios, la cual centralizará todas las ofertas y demandas de ese artículo, como en cualquier país capitalista con intervención de cambios.

Por el momento, el efecto de la reforma monetaria será más bien interior, normalizando los precios y pudiendo fijarse un nivel de jornales, de coste de la vida, etc. Hasta ahora, bajo una aparente igualdad, más o menos grande, de retribuciones, se encubrían diferencias reales muy grandes de salarios, puesto que el poder adquisitivo quedaba modificado profundamente según el derecho a poseer o no cartas de racionamiento y poder o no comprar en ciertas tiendas a precios especiales. En realidad, la Administración soviética ha ejercido una completa arbitrariedad en la distribución de la riqueza creada, pues imponiendo precios arbitrarios no hacían más que quitar a unos para dar a otros sin necesidad de que las retribuciones nominales fuesen modificadas.

Pero esto, siendo un despotismo formal, constituía en el orden económico una completa anarquía y un desorden administrativo imposible de regular. La Administración soviética lo ha comprendido al fin y va evolucionando hacia un régimen que en el aspecto circulatorio se parece más cada día al de los países capitalistas.

En lo sucesivo, sin que los casos sean por completo comparables, se podrá juzgar mejor de la eficiencia del régimen comunista en el orden económico en comparación con el régimen capitalista del resto del mundo.

Servicio de Estudios.

22 NOV. 1935

## C R Ó N I C A   S E M A N A L .

Se habla mucho de estabilización de las monedas como de un ideal por ahora irrealizable, y la verdad es que, si se miran las cosas desapasionadamente, se ve que nunca ha tenido el mundo una estabilidad de cambios tan grande como al presente tiene y, sobre todo, como va a tener en breve si los proyectos ya en marcha se cumplen.

El Oriente nunca poseyó un cambio monetario fijo con el Occidente desde que Europa dejó el bimetalismo y comenzaron a producirse las enormes variaciones en la relación entre el valor del oro y de la plata que desquició completamente el régimen de cambios entre los países de patrón oro y de patrón plata.

A ello se debió el que, desde hace ya bastantes años, Inglaterra se preocupara de estabilizar la rupia con respecto a la libra, lo cual se consiguió prácticamente, no obstante el uso tradicional en la India de la plata como moneda, mediante un sistema de cambio de oro que unió de hecho la moneda del vasto imperio indostánico a las monedas europeas y fué un avance práctico en la estabilización de los cambios orientales.

El Japón se unió también ya hace tiempo al patrón monetario europeo, y ahora, con la fijación de una paridad oficial entre la moneda china y la libra, toda el Asia queda incluida en el área de las monedas estables o cuasi estables con respecto a las europeas, lo que no había ocurrido nunca antes. Y no cabe duda que este resultado se obtendrá - a pesar de los incidentes políticos a que ha dado lugar la reforma monetaria china - lo mismo si las monedas del centro de Asia vienen a gravitar en definitiva alrededor de la libra que si lo hacen alrededor del yen.

Añádase a esto: la trascendental reforma monetaria rusa, que comentábamos en nuestra crónica de la semana precedente y que ha de empezar a regir desde el nuevo año, fijando una paridad estable entre franco y rublo; la estabilidad de hecho entre franco y peseta, moneda que nunca tuvo en nuestros tiempos un cambio fijo con el oro; y finalmente la estabilidad práctica que libra, yen, dólar y franco mantienen desde hace algún tiempo, y se sacará en conclusión que una estabilidad en los cambios como la actual, aunque no sea más que de hecho, nunca se había conseguido. Si en los momentos presentes el comercio está deprimido, no puede atribuirse ciertamente a las dificultades de la variabilidad e incertidumbre de los cambios, que ha sido siempre el argumento Aquiles de los propugnadores del patrón oro.

Los mayores obstáculos al tráfico comercial proceden ahora de los países que quieren mantener cambios artificiales en sus monedas, empeño irrealizable sin profundos desequilibrios en sus balances de pagos o sin sangrías de oro, que en último término conducen al mismo resultado: contracción forzada de la economía.

La incertidumbre en el mercado de cambios - causa de perturbación en las operaciones mercantiles - no procede en la actualidad de las monedas inestables, sino de las estables - paradoja sobre que algunas veces hemos llamado ya la atención. Cualquiera que tiene sus capitales en libras o dólares, o que tiene créditos que cobrar en tales monedas, se considera relativamente cubierto contra posibles mermas en sus caudales por motivo de variaciones en los valores monetarios, a pesar de que Inglaterra se niega francamente a estabilizar, con el evidente y declarado propósito de conservar las manos libres para dejar caer la libra si las condiciones del mercado mundial así lo exigen a su juicio para su conveniencia, y Norteamérica, aunque tiene su dólar estabilizado en principio, proclama, urbi et orbi,

que no tendrá el menor empacho en hacer caer el dólar deliberadamente hasta el 50 % de su valor antiguo, en el caso de que la libra se depreciase más de lo que está.

No obstante, no son esas monedas puestas en entredicho por sus propios administradores, las que se resienten de vez en cuando produciéndose esos pánicos como el que ahora presenciamos en Francia, reproducción del que tuvo lugar la primavera pasada y de otros anteriores en Francia y en los demás países del des-monetizado bloque.

Cada vez huye una masa de oro que no vuelve más que en pequeñas proporciones. Véanse cuáles han sido las fluctuaciones de los encajes oro en los cinco años últimos en los tres países importantes del bloque:

FRANCIA		
Años	máximo	mínimo
31	68.863 (Dbre.)	53.737 (Enero)
32	83.359 id.	69.279 id.
33	82.760 (Enero)	76.945 (Dbre.)
34	82.525 (Nbre.)	73.928 (Marzo)
35	82.635 (Marzo)	67.752 (24 Nbre.)
HOLANDA		
31	907 (Enero)	426 (Dbre.)
32	1.035 (Fbro.)	862 (Nbre.)
33	1.033 (Enero)	737 (Julio)
34	923 id.	786 (Abril)
35	842 id.	536 (Sbre.)
SUIZA		
31	2.347 (Dbre.)	643 (Marzo-Mayo)
32	2.637 (Jul.aNbre.)	2.401 (Enero)
33	2.566 (Marzo)	1.817 (Julio)
34	1.999 (Fbro.)	1.634 (Abril-Mayo)
35	1.910 (Enero)	1.162 (Junio)

Se observa que el punto culminante del encaje oro lo alcanzaron los tres países en el año 32, primero Holanda en Febrero, luego Suiza en Julio y finalmente Francia en Diciembre. Fué este último país en el que se prolongó más la coyuntura de auge, consecuencia de su estabilización a un tipo bajo, en tanto que Holanda y Suiza conservan sus viejas paridades.

En estos días se da el fenómeno de que el encaje oro aumenta débilmente en Holanda y Suiza, mientras en Francia baja rápidamente, así como en las huídas del florín y del franco suizo ocurrió lo inverso. Sin embargo, hasta ahora no ha alcanzado el ataque del franco las proporciones que tuvo en el mes de Mayo en que hubo una semana (17 a 24 de Mayo) de perder 4.800 millones (800 millones diarios), alcanzando la pérdida total en la crisis primaveral a unos 12.000 millones de francos, que apenas si se ha compensado algo después. En la crisis otoñal que ahora se desarrolla, la pérdida diaria más alta ha sido seguramente la del 23 (470 millones). La pérdida total de oro hasta los últimos datos conocidos (24 Noviembre) alcanza a 4.400 millones, pero la hemorragia continúa.

No parece que el franco haya de caer todavía. El Ministro de Hacienda francés niega que se piense en la suspensión de las salidas de oro, lo cual constituiría la abolición de hecho del patrón oro y la depreciación inmediata del franco en el mercado internacional.

Pero el fenómeno se halla sujeto a recidivas fatales. Francia y los países del oro padecen a manera de una fiebre recurrente, y, así como en los enfermos crónicos sucede, cada acceso consume parte de las fuerzas del enfermo, que no vuelven a reponerse por completo en el intervalo, de modo que el agotamiento viene de un modo lento y progresivo.

Y es ese estado, que ya se conoce por experiencia, de crisis periódica, lo que mina cada vez más la confianza en esas monedas y hace que, siendo las más estables en teoría, sean en

la realidad las menos estimadas y más en entredicho cada día.

Sin embargo, los síntomas graves del mal que los aqueja no hay que verlos en el aspecto técnico monetario de esas hemorragias de oro, sino en lo que decíamos antes: la contracción pertinaz que se va operando sobre las economías de los respectivos países. La circulación se va mermando casi al compás de esas salidas de oro, lo cual hace que la cobertura relativa apenas disminuya, y esto, que es interpretado por los ortodoxos de la moneda como un buen augurio, constituye el peor síntoma, porque marca el empobrecimiento del país. El alza del metal a que obliga el sistema clásico de defensa del encaje oro, deprime los valores, echa cargas sobre la producción y el comercio que, añadidas a las excesivas que sobre ellos pesan, resultan insostenibles y debilitan a las fuerzas económicas agravando la crisis por que pasan.

Y lo peor es que no se ve que mediante estas crisis venga la aproximación a un estado de equilibrio, que sería el lado favorable de ellas y su compensación. Los precios al por mayor van aumentando en Francia, en vez de disminuir como sería necesario para equiparar los poderes de compra del franco con las demás monedas. Esto se explica por el hecho de que, si bien se quiere defender el franco y producir la contracción necesaria de gastos para que esto sea posible, por otra parte, se sienten los efectos de crisis que ello causa en las industrias y producciones en general y se toman medidas artificiales para sostener esas producciones e impedir la caída de precios que, añadida al aumento de cargas, supondría la ruina de esas producciones, tanto agrícolas como industriales. Esta contradicción íntima entre la política coyuntural y la monetaria, de la que no se dan todavía cuenta clara los dirigentes de la política económica en los países del bloque, crea un estado de desequilibrio persistente que ha de dar fatalmente en tierra con esas monedas, a menos de que sobrevengan acontecimientos inesperados.

Lo cierto es que la agravación de la crisis en esos países contrasta con el franco suizo que se ha iniciado en los de la libra y el dólar, suizo que en parte - no hay que olvidarlo - se está sacando de las costillas de los demás. Baste considerar que las primoras van absorbiendo el mayor porcentaje del comercio internacional y que a ellas afluye, gracias a los superavits de sus balanzas comerciales, no sólo todo el oro nuevo que se produce, sino buena parte del que atesoraban las naciones que mantienen su libre circulación. Y esa inflación de las reservas áureas (en los Estados Unidos también las de plata) es uno de los elementos poderosos de su suizo interior, a la vez que de depresión en las naciones que ven desnivelados en su contra los balances de pagos.

En Francia caerá al fin el franco, pero caerá después de haber causado perjuicios incalculables al país, lo cual no sólo lo va hundiendo económicamente, sino que le va destrozando políticamente bajo la agudización de las pasiones políticas que acarrea el malestar económico, el cual ofrece un fácil pasto a la agitación social.

Servicio de Estudios.

29 NOV. 1935

## CRÓNICA SEMANAL.

El Banco de Italia ha decidido elevar el precio en libras que paga por el oro que se lleva a sus ventanillas. Esta medida ha sido tomada universalmente como una devaluación formal de la lira, cosa que con especiosas razones es desmentida por el Gobierno italiano. Sin embargo, los distinguos que se emplean oficialmente no quitan valor alguno al hecho flagrante de que se pagan más libras por gramo de oro. Esto no quiere decir otra cosa sino que cada lira de ahora en adelante valdrá menos miligramos de oro, porque el valor oro de una moneda de papel no tiene otro sentido, ni puede tenerlo, que la cantidad de oro que por ella se dé. Acaso pretendan las autoridades italianas que más adelante se abolirá la prima supletoria que hoy se paga y se volverá a pagar el precio anterior, pero esto sería en su día una revalorización, como ahora es una devaluación formal la decisión tomada de aumentar el precio del oro en libras. Todo el que se haya dado cuenta de lo difícil que es hacer una revalorización sin causar una grave crisis, comprenderá que se trata de una mera posibilidad teórica.

Lo singular es que el precio oro fijado recientemente a la lira no corresponde ni a la paridad legal de la lira según la ley de estabilización y que es ya un punto de referencia puramente teórico, ni al cambio al cual la intervención del Gobierno italiano sostiene a la lira en los mercados extranjeros gastando en ello - es de suponer - abundantes sumas, ni al precio real a que se cotizan extraoficialmente las libras en billetes. Este precio es bastante inferior (alrededor de un 20 %) al del oro según el nuevo precio establecido por el Banco de Italia, como éste es inferior en más de un 10 % al cambio oficial, que a su vez es bastante más bajo que el legal.

De aquí resultan tres o cuatro cotizaciones de las liras (porque los billetes grandes se cotizan a distinto y más bajo precio que los pequeños), número que se verá aumentado por la posible movilización de créditos prácticamente bloqueados; ya se habla de un convenio para el suministro de carbón por Austria a cambio de unos Bonos en liras utilizables para viajar dentro del país, especie de cheques turísticos sólo válidos para este fin, y que, naturalmente, tendrían su cotización especial propia de su mercado restringido.

La lira va, pues, por el camino del marco. Ya hicimos notar la fatalidad de esta evolución cuando se establecieron las primeras medidas restrictivas en el cambio italiano. Podemos decir que esta es la ley natural para toda moneda cuya cotización se quiera cristalizar a un tipo superior al que el mercado naturalmente admite. La consecuencia lógica es un desequilibrio del balance de pagos en pro de los pagos, y estos créditos congelados prácticamente, por su natural tendencia a moverse, engendran divisas subrepticias cuya limitación de mercado y las cortapisas legales a su contratación les imponen una depreciación mayor, que compensa en parte el excesivo precio artificioso de la divisa libro.

El marco ha sido en esto la divisa que ha marcado por primera vez la ruta a las demás que se han encontrado en el mismo caso. La simplicidad del "hombre de la calle" se representa generalmente la evolución del marco como una "maniobra de los alemanes". No ve cuánto en esto puede haber de fortuito y menos todavía cuánto hay de ley fatal, dada la premisa de un cambio artificial y sostenido exclusivamente por medidas artificiales.

El actual régimen monetario alemán no ha sido preconcebido nunca por ninguna mente alemana, ni aun por la fecunda e imaginativa del Dr. Schacht, como un plan presto a su desarrollo. Si hubiera tenido que venir así, como un plan prejuzgado y calculado en todas sus partes, nunca hubiera venido. Cabe decir de esto lo mismo que de aquella desvalorización torrencial

del marco de postguerra que también fué simplistamente mirada por el vulgo como "una colosal estafa promeditada de Alemania al mundo", cuando constataba el desenvolvimiento fatal de una serie de promesas implicadas en la situación económica de Alemania y de una actuación de circunstancias cuyas últimas consecuencias ni sus mismos autores responsables preveían claramente.

Partiendo de la promesa del mantenimiento de un cambio artificial, todos los países, con variantes adjetivas, llegarán a consecuencias parecidas; antes Alemania, ahora Italia, más tarde Francia, si como se dice hay el propósito de llegar a ser preciso, para defender el franco y el encaje oro, a suspender la exportación y la libre convertibilidad, y si al mismo tiempo se quiere seguir sosteniendo el franco en su paridad actual.

Se niega a menudo que existan leyes económicas. No existen desde luego muchas de las que se ha creído poder establecer y que sólo tienen el valor provisional de puntos de referencia de lo que creemos saber, sometidos a la obra de revisión de una realidad subyacente siempre compleja y varia, pero poco hay que profundizar en el examen de los hechos para advertir cuán insobernable y fatalmente las verdaderas leyes que los gobiernan se imponen a nuestra ignorancia.

Servicio de Estudios.

- 6 DIC. 1935

## CRÓNICA SEMANAL

Hablábamos la semana pasada de la fatalidad con que los países que han querido mantener sus monedas, por una intervención oficial, a cambios superiores al nivel natural del mercado, se han visto abocados a crear diferentes clases de moneda. Hasta ahora esta modalidad se ha dado preferentemente en la Europa Central, sin duda por la influencia sugestiva de Alemania que fué la primera en seguir ese camino. Últimamente, por circunstancias conocidas, el fenómeno se ha extendido a Italia. En el texto de este informe se encontrarán dos nuevas modalidades de devaluación sin devaluar: las ensayadas por Rumanía y Hungría.

El sistema de estos países suele ser menos complicado que el de Alemania. Se reduce en términos generales a tener una oficina de cambio, cuando no es el propio Banco Nacional, que paga las divisas extranjeras con un sobreprecio y las vende con una sobretasa mayor. La diferencia es como un nuevo derecho aduanero que afecta no sólo a las mercancías, sino a todos los pagos en el exterior, y cuyo efecto es alentar todas las operaciones que tienen por resultado cobros del país y reprimir todas aquellas otras de las que resulten pagos al extranjero. La tasa diferencial queda como un beneficio de cambio en manos de la entidad interventora, y se puede variar según las circunstancias o el criterio de los rectores de la política monetaria y comercial.

Además, ello permite la discriminación de las diversas partidas del balance de pagos, concediendo primas más o menos favorables según los conceptos, por ejemplo, una sobretasa más baja para la importación de materias primas necesarias y otra mayor para pago de artículos de lujo, etc. Inversamente, pagando una prima más alta por las divisas proporcionadas por aque-

lias exportaciones o transacciones en general que se quiere fomentar, se establece un diferente estímulo para cada operación del activo del balance de pagos.

En este aspecto, Rumanía ofrece una singularidad digna de nota: que hay una exportación, la de petróleo, para la cual el margen diferencial se invierte y, en vez de dar una prima más alta que la sobretasa de la moneda destinada a pagos, le paga una prima más baja por las divisas que esa exportación produce; 12 % menos que el precio de venta a los importadores. El efecto es el mismo que el de un impuesto sobre la exportación de petróleo, cosa que permite hacer la situación favorable en que se halla situada esta producción, que tiene siempre holgada colocación.

Claro que en la práctica todo esto no resultará tan fácil como en teoría, pues todos estos sistemas de discriminación de diversas monedas se prestan a mil especulaciones y subterfugios inevitables y a corrupciones administrativas y contrabandos de diversas especies que hacen difícil la organización y vigilancia del sistema.

Así se viene a crear una especie de nueva frontera aduanera cuya línea fiscal difusa se halla en los Bancos y más o menos por todos los negocios de importación y exportación del país. Bajo el efecto de las fisuras que constantemente se advierten en el sistema se va teniendo que crear un régimen de fiscalización que cada día se complica más y que llegará a superar al que representa la administración de las aduanas, con las naturales trabas para los negocios, porque no se limita al tráfico mercantil, sino que se extiende a las más variadas transacciones internacionales. Alemania ha llegado a crear una legislación tan complicada de divisas que es proverbial que ni los mismo empleados administrativos alemanes especializados llegan a lograr desentrañar muchos de los casos que se les ofrecen, y constantemente se necesitan nuevas leyes, que se suceden en ritmo acelera-

do, para aclarar, rectificar o modificar las anteriores:

Ultimamente, la cuarta ley modificativa del régimen de divisas, prohíbe la importación de billetes alemanes. Ya estaba prohibida la exportación, pero por lo visto la prohibición ha conseguido poco éxito y fuera de Alemania se cotizan cantidades grandes de billetes alemanes que salían clandestinamente. Se espera que la prohibición de importarlos surta más efecto:

Hay que tener en cuenta que la depreciación del billete alemán en el extranjero, más que de su abundancia, dependía de las dificultades que se ponían a su reimportación, pues si bien se admitían, era mediante el abono en cuentas bloqueadas, constituyendo una de las innumerables clases de marcos que por el mundo circulan.

Al prohibir su reimportación - que prácticamente no será la supresión de la importación, como la prohibición de exportación no logró cortar ésta - lo que se hace es apretar algo más los tornillos que dificultan realizar los marcos-billete exportados, con lo cual su cotización bajará en razón de esas dificultades, y esto será lo más eficaz para reprimir su exportación, pero en cuanto se adapten las cosas al nuevo estado, en mayor o menor medida, el tráfico proseguirá a los nuevos tipos y el único resultado será una mayor disparidad entre el cambio oficial y el cambio real para aquel sector de transacciones que se valen de este medio prohibido para concluirse.

Con lo cual, Alemania, por mantener intangible en apariencia el valor de su moneda, está logrando desprestigiarla hasta lo sumo, negándose a reconocer la moneda legal que ella misma emite. No es de extrañar que bajo los efectos deletéreos de un sistema monetario tan absurdo, el comercio alemán se vaya ahogando, el aprovisionamiento de la población y de la industria alemanas se dificulte, la vida se encarezca y, no obstante, el abasto de divisas sea cada vez más escaso, hasta el punto que

el Dr. Schacht amenaza al mundo, en un reciente y resonante discurso, con una nueva suspensión absoluta de pagos de Alemania, ya que las naciones extranjeras - dice el dictador de las finanzas alemanas - no quieren cobrar en mercancías, que es con lo que Alemania puede pagar.

Servicio de Estudios.

13 DIC. 1935

## CRÓNICA SEMANAL.

El mercado de la plata se halla en los momentos actuales en el mayor desorden y desorientación. Ello es debido a su especial situación desde que Norteamérica publicó sus leyes argentistas. Futiérase limitado este país a comprar plata con espíritu comercial, es decir, procurando obtener los términos más favorables para sus compras, y el mercado, sosteniéndose, se hubiese mantenido al mismo tiempo en condiciones sanas.

El Congreso norteamericano, al dar la disposición de incorporar la plata a las reservas metálicas del país, la dió en términos de tal amplitud y potestad a las autoridades ejecutivas, que éstas resultaban ábitras en la manera de proceder, cosa lógica si se quería evitar los efectos de una desusada especulación a base de las compras forzosas que América hubiera de hacer. Pero ello habría exigido al mismo tiempo de esas autoridades la mayor mesura de conducta. Por el contrario, la administración de Roosevelt se ha caracterizado en este punto, como en otros muchos, por una enorme discontinuidad y por constantes rectificaciones.

Comenzó por dar impulso a la especulación con aquellas dos alzas casi seguidas del precio de la plata americana, acompañadas de grandes compras en el mercado mundial.

Parecía que a Norteamérica le importaba antes que nada revalorizar la plata, dándole poco de que tuviera que pagar el metal más o menos caro; reducir el beneficio de monetización no semejaba cosa de la mayor monta para el opulento Tesoro de Washington. Mas, apenas dado aquel primer impulso, que sembró el desorden monetario en muchos países que usaban fundamentalmente la plata en sus monedas, y a las cuales la acción de la Administración americana sorprendió desprevenidas, y que cobó la especulación

internacional impulsando los precios incluso por encima de los precios pagados por América en el interior, pareció imponerse el Tesoro americano una política de mayor circunspección, que causó la primera quiebra en el mercado de la plata, cuya situación a partir de aquel momento resultó completamente artificial.

Sin el apoyo de los Estados Unidos, el precio de la plata se hubiera hundido en cualquier momento a precios incluso inferiores a los de antes, puesto que fuera de la demanda de aquel país no había causa alguna de alza, y antes bien la movilización, bajo el incentivo del alto precio, de enormes stocks de la China, la India, etc., que antes se hallaban atesorados o atendían a la circulación interior de esos países, había creado una enorme oferta, incrementada por una considerable posición a plazo de la especulación pronta a precipitarse sobre el mercado en cualquier momento. Sin embargo, mientras los Estados Unidos no rehusaron el adquirir toda la plata al contado que se ofrecía, el mercado se sostuvo, aunque aquella nación resultaba prácticamente el único comprador efectivo fuera de los especuladores, y el árbitro del precio. De aquí la artificialidad del mercado.

No es, pues, extraño que en cuanto el Presidente Roosevelt, en una de sus frecuentes evoluciones de ideas, ha decidido alterar su política de compra de plata, el mercado se haya trastornado y se halle al borde del pánico. Y eso que la política más parsimoniosa que Norteamérica venía siguiendo desde hacía algunos meses debió influir notablemente en la reducción de las posiciones especulativas, que alcanzaron su punto culminante en Abril y Mayo.

Se hacen las más diversas cábalas acerca de las causas que han determinado el que los dirigentes de la política monetaria americana hayan dejado sin apoyo al mercado de Londres, negándose a absorber sus ofertas. Sin duda la mayoría son fantásticas. Hasta ahora no se sabe de positivo sino la declaración del Ministro de Hacienda, según la cual no se ha variado de política con respecto a la plata y todo se reduce a que América, en vez de con-

centrar sus compras en la plaza de Londres, ha decidido comprar en diversos países, quizás directamente en aquellos a quienes sus existencias de plata les permiten hacer ventas sin acudir al mercado londinense.

Ello no impide que este mercado, que hasta ahora ha tenido la exclusiva en las transacciones mundiales del metal, se sienta descorazonado y el precio de la plata baje hasta perder los avances que realizó en la primavera y amenace con nuevas bajas todavía.

Esta crisis por que atraviesa ahora el mercado de plata ¿es transitoria o conducirá a la nueva depreciación de la plata a los tipos de los años pasados? Todo depende naturalmente de lo que los Estados Unidos harán en lo futuro, lo cual no es posible saber ni acaso sus propios dirigentes sepan siquiera, pero nos parece que ello dependerá principalmente de la evolución monetaria.

El principal papel que la política de compras extranjeras de plata ha desempeñado - fuera éste o no el objetivo con que estaba pensada - ha sido el mantener alta la cotización de la libra, mejor dicho quizás, el mantener baja la cotización del dólar no obstante hallarse subvaluado. Esta parece ser una de las directrices más evidentes y claras de la política monetaria norteamericana en estos últimos tiempos. Mediante ella ha conseguido restablecer sensiblemente la antigua paridad entre libra y dólar, no obstante ser poco favorable para ello la situación del balance de pagos normal. Los Estados Unidos han conseguido equilibrar el fuerte saldo a su favor mediante compras de oro y plata, que no han permitido que el dólar subiera a causa del excedente de sus ventas de artículos comunes y han impulsado la demanda y el alza de precios en el interior del país.

Claro que hubieran podido suplir las compras de plata con comprar un poco más de oro, pero esto habría aumentado la presión sobre los países que conservan el patrón oro, y contribuido

a la baja del nivel internacional de precios oro.

La mayoría de las opiniones que ahora se expresan suponen que el cese de compras de plata en Inglaterra ha de deprimir exageradamente la libra. No nos parece esta opinión muy fundada, por cuanto el que las compras de plata se hagan en Londres o en otra parte no puede influir a la balanza comercial de la Gran Bretaña más que en las comisiones y beneficios de ese comercio, lo cual es bien poca cosa en el conjunto de las actividades comerciales de este país. Que la plata se compre a través de Inglaterra o directamente a los países que la producen o la poseen, ello a quienes en definitiva afecta es a esos países vendedores cuyas balanzas beneficia y al país realmente comprador cuyo balance de pagos resulta gravado en el importe de esas compras. De modo que no parece que en definitiva la posición relativa de dólar y libra hayan de alterarse sensiblemente por eso, aunque de momento el desplazamiento de actividades perturbe algo los mercados.

Lo que sí resulta necesario es que de un modo o de otro Norteamérica siga comprando plata. Si no lo hiciera, o tendría que resignarse a ver subir el dólar, lo cual es imposible mientras dure la estabilización provisional de esa moneda; o tendría que reanudar su política financiera de préstamos a los países extranjeros e inversiones fuera del país, lo cual no parece dispuesta América a hacer por ahora; o tendrá, en fin de cuentas, que importar oro para saldar su balance de pagos favorable. Ahora bien, importar oro supone, como antes hemos dicho, seguir elevando el valor del oro con respecto al precio internacional de las mercancías, es decir, proseguir la deflación en el mercado internacional, dificultar la posición de los países que siguen unidos al oro y hacer que las monedas que se mueven con libertad respecto de ese metal, como la libra, bajen de cotización con respecto a él, lo que Norteamérica probablemente no quiere, porque ello supone el alza del dólar con respecto a la

libra y al mismo tiempo el ver entorpecida la subida de precios en el mercado interior de América, proceso en el cual se fundan las esperanzas de que la recuperación allí iniciada prosiga sin obstáculos.

Por esto creemos que en definitiva América seguirá su política de compra de plata y, una vez pasada la perturbación actual del mercado, motivada por el cambio de táctica de América y por las abundantes ofertas resultantes de la agudización del contrabando en China como consecuencia de la confiscación de la plata, el mercado se repondrá, aunque estas previsiones están desde luego condicionadas por la probabilidad de que América advierta el enlace entre las compras de plata y su política coyuntural.

De todos modos, la actitud del Tesoro americano no se ve nunca francamente clara y con razón Gran Bretaña rechaza todas las sugerencias para estabilizar, pues enlazada la libra indisolublemente al oro se vería imposibilitada de liberar a su economía de los efectos de los cambios de táctica de Washington, en tanto que así, podrá ocurrir que la libra se deprecie con respecto al oro, pero en ningún caso su valor interno podría ser afectado por las incidencias volubles de la política de un país, cuya gran masa económica influye demasiado poderosamente sobre toda la dinámica crematística del mundo, para que se pueda hacer caso omiso de esas incidencias.

Servicio de Estudios.

20 DIC. 1935



to a 96,4 % en la crisis actual y a 96,4 % en la pasada. En consecuencia la cobertura oro pasó entonces de 80,66 % (promedio de Marzo) a 74,12 (promedio de Junio), con reducción aproximada de 6,5 % y ahora de 75 a 71, reducción de 4 %. Esto indica que de todos modos los compromisos a la vista no se contraen en la proporción en que exigiría la conservación del índice de cobertura. De ello nos da indicio también el que el balance total del Banco de Francia desde Marzo a la actualidad ha pasado de algo más de 104 mil millones a algo más de 95.000, una reducción casi exactamente de 9.000 millones, en tanto que el encaje oro se ha reducido en el doble de esa suma. Hay una resistencia manifiesta de la economía francesa a contraerse, lo cual se explica tanto por la natural inercia e instinto de conservación de todo organismo, como por la política de reconstitución coyuntural a que se ve impulsado el Gobierno francés, en contradicción con la política deflacionista.

Interesante es también el efecto que las crisis han tenido sobre la Cartera comercial, la cual se infló extraordinariamente en la crisis de la Primavera, pasando a ser el 188 % que antes. En la actual, la inflación ha sido menor, a 121 %. Y es de notar que esta inflación no ha sido en su mayor parte pasajera: ha persistido hasta el punto que desde mediados de Marzo que alcanzaba la cifra de 4.642 millones ha pasado a 11.023 millones a mediados del mes actual, después de haber pasado de los 12.000 millones al final de la crisis reciente. Hay, pues, un aumento permanente de 238 %.

También se observa un crecimiento notable de los anticipos a 30 días sobre valores públicos, creados en la Primavera anterior.

Esto indica una notable tensión del mercado del dinero, mucho más de notar si se tiene en cuenta la profundidad de la crisis, que disminuye las necesidades de numerario activo, y el alto tipo de descuento, verdaderamente excepcional, que debe inducir a limitar en lo posible las apelaciones al crédito.

A ese alto tipo de descuento corresponde también un interés elevado a largo plazo. El último empréstito francés ha tenido que emitirse a  $5 \frac{1}{2} \%$  de interés efectivo, casi simultáneamente con un empréstito inglés cuyo interés resulta a  $1 \frac{1}{2} \%$  y otro empréstito americano de tipo parecido. Y si en el primer caso se quiere explicar por el equilibrio del presupuesto inglés, la explicación no vale ciertamente para el segundo caso.

Servicio de Estudios.

27 DIC. 1935

Este libro me resulta terrible del punto de vista  
 de punto de vista de la forma en cuanto a su estructura  
 de la obra. Me resulta terrible del punto de vista  
 de la forma en cuanto a su estructura. Me resulta terrible  
 del punto de vista de la forma en cuanto a su estructura.

A los ojos de los lectores de este libro, la obra  
 resulta terrible del punto de vista de la forma en cuanto  
 a su estructura. Me resulta terrible del punto de vista  
 de la forma en cuanto a su estructura. Me resulta terrible  
 del punto de vista de la forma en cuanto a su estructura.

Dedicado a la memoria de...

31 DIC 1932



