

**Bernácer Tormo, Germán, 1883-1965**

**Colección de crónicas del Boletín semanal : año  
1932 / Germán Bernácer Tormo.**

[Madrid] : Banco de España, Servicio de Estudios,  
1932.

Signatura: D 6456

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*



72

D-6456





Germán Bernácer Torno

++++

COLECCION DE CRONICAS DEL BOLETIN SEMANAL

AÑO 1932

++++



1000001733753

D 6456

BANCO DE ESPAÑA  
Servicio de Estudios

----

La tonalidad financiera de la semana fué en general en todas las plazas bursátiles del mundo de mantenimiento de las cotizaciones, de mayor oferta de disponibilidades y baja de los tipos particulares de descuento, aunque los principales Bancos centrales siguen sosteniendo los antiguos tipos altos, que se consideran excesivos dada la situación del mundo.

Ha contribuído a crear este optimismo el anuncio hecho por el Banco de Inglaterra de que el resto del crédito de 50 millones de £ contratado por aquel Banco en los instantes de debilidad de la £ que precedieron al abandono del patrón oro, sería reintegrado totalmente en 1º de febrero sin tocar las reservas oro del Banco, lo cual indica un excedente en el saldo de la balanza de pagos inglesa que le ha permitido acumular la respetable suma de 30 millones de £ en divisas, en el espacio de tres meses transcurrido desde el pago de los primeros 20 millones en que hubo que tomar 15 de la reserva oro del Banco.

También el acuerdo a que se ha llegado en el asunto de los llamados créditos congelados, y que se estima en general satisfactorio aunque no envuelva más que un aplazamiento en que podrán irse liquidando siquiera parcialmente esos créditos, así como la renovación del crédito al Reichsbank, no dejó de contribuir a despejar la situación financiera y a crear un cierto optimismo en las Bolsas.

La agudización del conflicto chino-japonés, que ha llegado francamente a una situación de guerra entre ambos países, no ha influído grandemente en el mercado bursátil, fuera de aquellos valores directamente afectados por la situación bélica. Sin duda ha contribuído a ello la confianza en la limitación del conflicto y el efecto favorable que ha ejercido inmediatamente sobre el precio de muchos artículos como el trigo, y el que se descuenta que ejercerá sobre otros artículos en que la industria europea halla una seria competencia en la producción del Extremo Oriente. Toda guerra de alguna importancia ha tenido siempre un efecto inflatorio sobre los precios y sin duda ésta lo causará también, aportando de este modo algún alivio a la caída de precios que es la dolencia capital del organismo económico en el momento presente.

De tal modo ha llegado a hacerse patente este mal que los medios financieros van siendo ganados por las teorías inflacionistas o cuando menos antideflacionistas, y surgen por doquier arbitrios financieros para detener el proceso de deflación, entre los cuales se han hecho particularmente notorios el que están llevando a cabo los norteamericanos con el Reconstruction Finance Corporation y el más aventurado del Profesor Wagemann en Alemania, que no parece destinado por el momento a tener una realización práctica, pero que no sería extraño que surgiera más adelante en una u otra forma si las dificultades que se espera resolver con estos expedientes continúan y se agravan.

Lo que no tendría nada de sorprendente si se considera que la cuestión capital de las deudas y reparaciones sigue todavía en un callejón sin salida. Todos en mayor o menor grado reconocen que es éste un asunto que perturba el orden económico e impide el restablecimiento de la normalidad, pero cada una de las partes sostiene íntegramente su posición: Inglaterra aboga por la abolición de deudas y reparaciones para dejar el camino expedito a la realización de sus créditos comerciales. Francia solo consiente en un aplazamiento con la condición de una compensación de Norteamérica, por el fundado temor de que Alemania, descargada de sus Deudas interiores por la experiencia inflacionista de la post guerra, si ahora lo fuera de las obligaciones impuestas por el tratado de paz, se encuentre en condiciones superiores para competir en el terreno comercial, pertrechada como está industrialmente. América, por su parte, no quiere entrar en concesiones que envuelvan la anula-

ción de préstamos concedidos a los demás países aliados y que son independientes de sus propios gastos de guerra.

En estas condiciones no parece probable más solución que el aplazamiento precario del problema que seguiría pesando sobre la economía mundial, mientras algún hecho fortuito no venga a cortar el nudo.

Dificulta la solución el hecho de que no hay una imposibilidad absoluta, sino más bien circunstancial, de liquidar las deudas. El alivio del paro, aumentando la producción y con ella los recursos de los países deudores al mismo tiempo que aligeraría a los presupuestos del peso de los socorros de paro que ahora gravitan sobre el resto de la producción, consentiría dar satisfacción a los países acreedores. Es una cosa de sentido común que deudas de tal magnitud solo pueden ser pagadas en mercancías, es decir, permitiendo a los países deudores la realización de un saldo favorable de sus balanzas comerciales que sirviera para enjugar los créditos. Pero mientras se exige el pago de las deudas, todos los países acreedores están unánimes en dificultar la entrada al único medio de pago hábil, mediante la elevación de las barreras aduaneras. Pretender que los deudores sean pagados y no en mercancías solo puede conducir a que se acumule en los países acreedores todo el stock aéreo, inutilizando el funcionamiento del patrón monetario usual, pues crea una deflación forzosa en los países deudores, que origina la caída de los precios, la cual se transmite luego a los países acreedores mismos, que no encuentran salida a sus productos que las otras naciones empobrecidas no pueden comprar.

¿Qué solución tendrá esto? He aquí lo que no se puede prever. Lo evidente por el momento es que en vez de franquear los cauces del comercio, que es lo que recomiendan los más prudentes y avisados, por una reacción natural cada país procura defenderse levantando obstáculos a la invasión de los productos ajenos con lo cual el problema se agrava cada día, pues la paralización del tráfico conduce a una reducción de la capacidad de producción y a la mayor desorganización de las relaciones económicas.

Servicio de Estudios.

- 3 FEB. 1932

## C r ó n i c a   s e m a n a l

El gran acontecimiento económico de la semana es la ampliación que ha tenido el plan americano de reconstrucción financiera con el proyecto del Senador Glass, que se espera sea adoptado rápidamente por el Congreso antes de terminar la semana. El proyecto se encontrará en otro lugar y ha sido ya informado por la Comisión senatorial que ha introducido en él algunas reformas en el sentido de aumentar las garantías. Lo esencial del proyecto es el admitir los fondos públicos como cobertura de la emisión fiduciaria para la liberación del oro y el levantar las restricciones que imponía el Acta de la Reserva Federal en cuanto a las letras de los Bancos afiliados, que pueden ser descontadas con tal que reunan garantías que los Bancos de la Reserva juzguen aceptables.

Lo más importante del proyecto es que parece ser el resultado de un acuerdo de los diversos partidos y reúne por lo tanto el asentimiento general del país.

El acontecimiento ha sido recibido el sábado en la Bolsa de Nueva York con un gran optimismo causando un verdadero "boom".

Muchos valores subieron 5, 6 y 7 puntos; el valor bursátil global de las acciones y obligaciones cotizadas se ha elevado en 3.000 millones. Hubo una verdadera avalancha de compradores calculándose que las transacciones recayeron sobre 2.850.000 Títulos.

Este efecto no ha podido menos de repercutir sobre las Bolsas europeas en la actual semana, estimulando la demanda y la actividad bursátil, a lo que ha contribuido no poco también la noticia de un acuerdo por fin, entre Francia e Inglaterra sobre la cuestión de las reparaciones, aunque el acuerdo, en su estado oficial al menos, se limita a un aplazamiento hasta Junio de la Conferencia de los Países interesados, con el fin de una reglamentación definitiva y el mantenimiento entre tanto del statu quo.

Por lo demás, el proyecto americano es recibido con las mayores aprensiones por parte del mundo económico y financiero. El término inflación ha adquirido una tonalidad siniestra en estos últimos tiempos, y todo lo que puede presumirla es recibido con enemiga o al menos con desconfianza. No se considera que, si por inflación entendemos todo aumento general de los precios - y uno de los caracteres más significativos de la depresión es la baja de precios - la inversión del ciclo que anhelamos no se producirá sin cierta inflación. La cuestión está en que esa inflación no traspase los límites más allá de los cuales podría desencadenar nuevos males, que se mantenga en un punto sano de equilibrio en el cual todas las retribuciones conserven aquella proporción que asegura la buena marcha de los negocios con una actividad suficiente para reabsorber los veintitantos millones de parados que las estadísticas acusan en el mundo.

¿Se iniciará con la tentativa americana el camino hacia ese objetivo? Esta es la incógnita cuya solución dependerá mucho de cómo se lleve a cabo. Pero indudablemente representa un ensayo del mayor interés, mucho más práctico

indudablemente que contemplar en la inacción como se derrumba la economía de las naciones.

Otro acontecimiento de la mayor significación, aunque ya previsto, es la entrada oficial de la Gran Bretaña en el camino del proteccionismo aduanero, después de tantos años de librecambismo en que cifraba la razón principal de su prosperidad. Esto indica cómo la protección más que una teoría es una fatalidad de las épocas de malestar económico y de la cual es difícil desprenderse aún en períodos de prosperidad.

A pesar del enorme triunfo electoral del partido conservador, propugnador de las tarifas, éstas han encontrado una seria oposición dentro del país y aún del Gobierno. Se alega que si el proteccionismo fué juzgado necesario para equilibrar la balanza comercial, antes de la abolición del patrón oro, no tenía sentido una vez que, mediante el libre juego del valor de la £ con respecto a las monedas exteriores, se aseguraba ese objetivo. La razón no carece de fuerza; dos cañonazos no alcanzan más lejos que uno. Las tarifas son un arma de doble filo para un país que vive principalmente de su Comercio exterior. No se puede olvidar el sano principio de que la limitación de las importaciones a la larga ha de producir una limitación también en las exportaciones, aunque prescindiendo de las represalias que puedan ejercer los países clientes. Por fortuna, los mismos proteccionistas ingleses no olvidan del todo el principio, y el mismo Ministro inglés Chamberlain ha justificado algunas excepciones introducidas en las tarifas por la necesidad de ofrecer a los demás países el medio de pagar sus compras.

Sigue la organización de la campaña Hoover en los EE.UU. contra el atesoramiento. El Gobernador del Federal Reserve Board evalúa en 1.250 millones de \$ lo que está actualmente atesorado y confía en que, gracias a esa intensa campaña a la americana, se conseguirá llevar esas sumas a los Bancos.

No faltan, pues, elementos de esperanza para aguardar una próxima mejora de las circunstancias económicas, pero los síntomas objetivos todavía se manifiestan contrarios. Fuera de la mejor tonalidad bursátil que por el momento responde a un movimiento especulativo que no se sabe si tendrá confirmación más adelante, todos los índices indican una agravación del ciclo; hasta en los índices del paro en Inglaterra, que habían experimentado algún descenso después del abandono del patrón oro, se observa en el último mes un retroceso, que no parece justificarse suficientemente por el movimiento estacional.

17 FEB. 1932

## C r ó n i c a s s e m a n a l

El hecho económico más importante de esta semana ha sido la publicación del proyecto de los presupuestos de la República para el ejercicio económico de 1932.

Prescindiendo de la sección "Recursos del Tesoro" en la cual va incluida la emisión de Deuda Pública, son muy importantes los siguientes extremos:

**AUMENTO DE GASTOS RESPECTO A LOS PRESUPUESTOS DE 1931.**— En Cámara legislativa 3,7 millones; en Deuda Pública 22,5; en Clases Pasivas 126,1; en Tribunal de Cuentas 1,4; en Presidencia del Consejo 3,8; En Ministerio del Estado 0,5; en Gobernación (incluido Comunicaciones) 60; en Fomento 275,2; en Instrucción Pública 57,5; en Trabajo 49,3; en Agricultura Industria y Comercio (antes Economía) 32,9; en Hacienda 6,4; en gastos de las contribuciones y rentas públicas 13,2 y en obligaciones a extinguir 32,3.

**DISMINUCION DE GASTOS RESPECTO A LOS PRESUPUESTOS DE 1931.**— En Presidencia de la República respecto a Casa Real 7 millones; en Justicia 64,6; en Guerra 71,5; en Marina 25,5; en participación de corporaciones y particulares en ingresos del Estado 5,4; en Acción en Marruecos 37,7; y en posesiones españolas en el Africa Occidental 0,4.

**AUMENTO DE LOS INGRESOS RESPECTO A LOS PRESUPUESTOS DE 1931.**— En contribuciones directas 80,2 millones; en contribuciones indirectas 54,4; en Monopolios 55,9; y propiedades y derechos del Estado 7,9.

Teniendo en cuenta que la disminución de gastos en Guerra y Marina queda anulada con creces por el aumento en Clases Pasivas, resulta que los únicos capítulos de gastos en los que aparece una disminución efectiva son Justicia, participaciones de Corporaciones y particulares en ingreso del Estado, Marruecos y Lista Civil.

### MEMORIA DEL EJERCICIO 1931 DE LA "SOCIÉTÉ DE BANQUE SUISSE".

En Suiza fué en el segundo semestre del año cuando se notaron con mayor intensidad los efectos de la crisis. Nuestras industrias de exportación, y más especialmente los diferentes ramos de las textiles, la industria metalúrgica y la de maquinaria, así como la fabricación de relojes, han sido sobre todo afectadas. La Société Générale de l'Horlogerie Suisse S. A. ha sido constituida en Neuchâtel, con el concurso de la Confederación, con el fin de eliminar la lucha de competencia entre algunas de nuestras fábricas y de contener la exportación de "chablons". Dentro de las proporciones debidas; la salida de productos alimenticios ha sido satisfactoria. Por el contrario, la industria hotelera suíza ha padecido una mengua sensible por no haber venido un gran número de viajeros extranjeros. Los negocios en el interior del país y la agricultura han sufrido las consecuencias. A causa de la disminución del tráfico, los Ferrocarriles Federales cierran sus cuentas del ejercicio 1931 con un déficit importante. Los grandes superávits pasivos de nuestra balanza comercial no deben ser tampoco tomados a la ligera. El Consejo Federal, haciendo uso de los poderes amplios que ha recibido para la defensa de nuestra economía pública, ha tomado ya ciertas medidas, tales como la denuncia del tratado comercial con Alemania y la limitación de las importaciones.

### COMERCIO EXTERIOR CHECOESLAVACO.

Importaciones en Enero: 698 millones de coronas contra 883 el año anterior. Exportaciones: 576 millones contra 1.000. Las exportaciones de productos acabados y las importaciones de primeras materias han disminuído grandemente.

24 FEB. 1932

El plan norteamericano de reconstrucción financiera ha tenido esta semana un nuevo episodio de importancia: la baja del tipo oficial de descuento desde el  $3\frac{1}{2}\%$  al  $3\%$ , medida que parece destinada a influir favorablemente el espíritu público en el momento de comenzar sus operaciones el nuevo organismo destinado a restaurar la economía americana.

Por primera vez en la historia financiera el hecho de una baja en el descuento no ha producido reacción alguna de momento en las cotizaciones de Bolsa. Las Bolsas europeas ofrecen una tonalidad más firme, pero en general hay un estado de indecisión ante los graves problemas que amenazan ensombrecer más en un momento dado el horizonte político, especialmente el conflicto chino-japonés que se agrava de día en día, de modo que no se sabe si el decidido propósito de las grandes potencias de permanecer ajenas a él bastará a evitar posibles complicaciones, que en otras circunstancias se hubieran descontado como seguras.

=====

Aunque se trata de un acto de política económica interior, merece señalarse como sintomático el proyecto del Gobierno inglés que tiene por objeto asegurar al cultivador indígena un precio mínimo por el trigo que recoja, pagando el Estado la diferencia entre el precio de venta y el estimado como reenumerador. Los recursos para estos pagos se obtendrán mediante un gravámen, que se calcule suficiente, sobre la harina consumida en el país.

El proyecto marca un nuevo paso importante en la política proteccionista y de intervención del Estado en que entran aun los países más tradicionalmente individualistas, política que va mixtificando el régimen económico tradicional, complicándolo extraordinariamente sin resultados hasta ahora alentadores.

De un carácter más rabiosamente socializante es el plan alemán de reorganización bancaria de que damos cuenta detallada más adelante. Mediante el auxilio directo del Estado y del Reichsbank van a reconstituirse los principales Bancos alemanes quedando dos de los más importantes bajo el directo control de aquellas entidades y desapareciendo otros dos al mismo tiempo que se hace un importante corte de cuentas en el capital de los demás. Es un plan de reorganización heroico que solo se explica bajo el efecto de las circunstancias excepcionales por las que atraviesa la economía alemana y que revelan una osadía en que entra en gran parte sin duda la desesperación ante problemas que exceden los límites de toda experiencia anterior.

La reapertura de la Bolsa alemana después de su larga clausura no se ha manifestado por resultados muy animadores. Los banqueros se habían adaptado a tratar los negocios directamente fuera de Bolsa, por medio de tratos telefónicos y no parecen decididos a renunciar a sus nuevas costumbres. El órgano paralizado había sido reemplazado en parte por otros nuevos al parecer con buen éxito.

- 2 MAR. 1932

## C r ó n i c a s e m a n a l

La reposición de los valores bursátiles es un hecho que se señala de algún tiempo a esta parte con pequeñas alternativas en casi todas las Bolsas del mundo. La Bolsa de París va a la cabeza de este movimiento; hay valores que en dos meses se han elevado en más del 50 %. El movimiento alcista se ha acentuado en la última semana de una manera notable.

Para algunos comentaristas autorizados (por ejemplo Frederic Jenny en "Le Temps") hay algo paradójico entre este mejoramiento en las cotizaciones bursátiles y la acentuación de los síntomas de crisis. En Francia sobre todo que ha resistido a la invasión de la crisis más que otros países, la agravación es notable, lo mismo en lo que respecta al paro, que a la baja de la recaudación del comercio exterior, de los ingresos ferroviarios, etc.

Del hecho no hay, sin embargo, que sorprenderse demasiado. El financiero y el mercantil son dos mercados diferentes cuyos auge y depresiones casi nunca coinciden y con frecuencia son contrapuestos.

La razón es que - suponiendo que no se halle en marcha ningún proceso inflacionista - el mercado financiero solo puede alimentarse del ahorro, es decir, de las porciones de sus ingresos que los preceptores de retribuciones logran sustraer al consumo. En una época en que -- por razones que no es del caso analizar - haya intensa formación de ahorros, se manifestará coincidentemente una baja en la demanda de los consumidores que desarrolla progresivamente - a poco que sea duradero todos los síntomas de la depresión <sup>mientras en el</sup> financiero bursátil la afluencia de los recursos economizados marca una relativa holgura, holgura que acarrea una baja de los tipos de capitalización la cual - apenas las circunstancias técnicas y psicológicas se muestran algo propicias -, engendra una intensa capitalización industrial y por consiguiente una intensificación del trabajo y de la productividad que, extendiéndose en círculos concéntricos, determina la fase próspera del ciclo.

Esta acción y reacción entre el mercado de productos y el de valores juega un papel importante en la mecánica de las fluctuaciones periódicas de la economía.

Cuando el atesoramiento de los signos monetarios interviene <sup>el proceso se agrava por razones fáciles de comprender.</sup> El ahorro <sup>verificado</sup> ejerce su efecto pernicioso sobre el mercado comercial desequilibrando en favor de la oferta, por merma o baja en la demanda de los consumidores, enteramente igual que en cualquier otro caso. Pero la distensión en el mercado financiero que la acumulación del ahorro y su subsiguiente colocación había de producir, favoreciendo por la baja de los tipos de interés la inversión industrial de disponibilidades y la emisión de empréstitos públicos que son los dos paliativos principales de la depresión, no puede llegar a producirse.

Así se explica el carácter intenso y persistente de la crisis actual agravada por la desconfianza de los tenedores de

fondos, que rehuyen no solo su inversión, sino el simple depósito en los Bancos. Este es el mal que tienden a evitar las campañas como la iniciada por el Presidente Hoover en los EE.UU..

Sea por efecto de esas campañas o porque es fatal que el poseedor de ahorros se decida alguna vez a dar empleo lucrativo a su ahorro, que mientras se halle atesorado permanece estéril e improductivo, la filia atesoradora parece irse desvaneciendo. Los fondos atesorados vuelven al mercado paulatinamente.

Como evidentemente la intención de sus poseedores, al poner en circulación sus ahorros atesorados, no es invertirlos en objetos de uso o consumo sino, conservarlos como tales ahorros dándoles un empleo lucrativo, esto es colocarlos, el efecto de su puesta en circulación no puede manifestarse desde luego en la economía general: se ha de advertir primeramente en las bolsas, causando la subida de las cotizaciones y la consiguiente baja en los tipos de capitalización. La repercusión sobre el mercado comercial e industrial se hará esperar hasta que los intereses bajos coincidan con otras circunstancias favorables para que los recursos financieros acumulados en el mercado bursátil se viertan sobre las aplicaciones productivas y creen un germen de auge que vaya extendiendo lentamente sus raíces a través de todo el mecanismo industrial.

=====

Otro fenómeno significativo de la semana es el alza de la £ que coincide con la abolición de las restricciones que en materia de cambio estableció Inglaterra al abandonar el patrón oro. Se atribuye en gran parte a la afluencia en estos días de disponibilidades flotantes hacia el mercado de Londres, sin duda por el fortalecimiento de la confianza en la £ y también por el más alto tipo de interés que mantiene el Banco de Inglaterra. Se esperaba esta semana una baja del tipo oficial de descuento, sobradamente justificada por el amplio margen con los tipos particulares, mucho más bajos, y exigida por la necesidad de evitar una excesiva afluencia de capital flotante cuyos inesperados movimientos tantas perturbaciones pueden causar en la estabilidad de las monedas. Ha sorprendido que la baja no haya sido acordada, aunque el mercado no deja de cotizar tipos bajos; se espera de todos modos la baja oficial para en breve. La necesidad de observar el comportamiento del cambio después de la abolición de las restricciones es lo que ha impuesto sin duda un aplazamiento de la medida.

Sea de ello lo que quiera, la confianza en la £ se ha robustecido <sup>en</sup> estos últimos tiempos de un modo singular. Hace algunas semanas los vendedores de £ a plazo tenían que pagar un deport, un descuento; ahora por el contrario hay un report en favor del vendedor. La £ futura vale más que al contado, síntoma evidente de que la especulación desuenta su subida de valor.

Servicio de Estudios

- 9 MAR. 1932

## CRONICA SEMANAL

El mercado de cambios aparece dominado en estos momentos por el alza rápida y espectacular de la libra, determinada al parecer por una súbita afluencia de disponibilidades flotantes en el mercado internacional, y que se ha lanzado a la adquisición de moneda inglesa ante las firmes perspectivas que ofrece.

Esta alza, que espíritus simplistas aceptarían como una bendición del cielo, no es bien acogida en Inglaterra. Ha quedado demasiado escarmentado el país con los efectos de la última revalorización; la opinión de eminentes economistas según la cual las dificultades económicas se deben principalmente a ella, ha hecho su camino.

En el alza de la libra no ha habido intervención alguna del Banco de Inglaterra ni del Tesoro inglés, que han estado por el contrario acumulando divisas y oro para el reembolso de los préstamos a corto plazo contratados con los Bancos o en los mercados extranjeros. El hecho de que, a pesar de tales compras la libra sostuviera holgadamente su cotización es lo que ha determinado de modo principal la confianza en que, una vez quedara liberado el mercado de esa demanda, la reposición de la libra se verificará de modo rápido y seguro.

Pero las autoridades financieras inglesas no consideran que convenga a la economía del país la restauración de la paridad de la libra, que acaso no se pudiera mantener, pues el efecto de la revalorización sería desequilibrar de nuevo la balanza de pagos, de suerte que cualquier movimiento de pánico de las disponibilidades especulativas reproduciría los sucesos que precedieron en Septiembre a la caída de la libra, con las consiguientes perturbaciones. Y entre tanto, el comercio y la industria ingleses, que han experimentado algún alivio como consecuencia de la desconexión de su moneda con respecto al oro, sufrirían la dolorosa repercusión de ver dificultada la competencia de sus productos en los mercados extranjeros.

Se ha formado en Inglaterra—por una dura experiencia es cierto—la juiciosa opinión de que lo que importa no es que la moneda tenga un valor exterior alto o bajo; lo conveniente es que tenga un valor ajustado a la situación económica interior de los precios, salarios, rentas, etc. con relación a los del mercado mundial, tal que los precios de coste de la industria nacional en los productos exportables no superen a los de ese mercado y permitan el trabajo productivo con un margen suficiente. Un valor demasiado alto es tan malo o peor que un valor demasiado bajo, sobre todo en período de depresión. Ciertamente que, cuando la moneda se deprecia, la producción nacional exportada obtiene un valor oro más pequeño que antes; sin embargo, peor sería no obtener nada por no poder exportar. Vale más vender barato que no vender en absoluto, y que las energías productoras nacionales se vean paralizadas como consecuencia. En un caso se pierde algo, en el otro se pierde todo y además se crea o se agrava el problema interior del paro, que gravita terriblemente sobre la economía de la nación.

Sufre en estos momentos la Gran Bretaña el verdadero mal que comporta la falta de un regulador automático de la moneda; que no consiste en que la moneda esté baja o alta, sino en las alteraciones bruscas de su estimación exterior, que perturban las relaciones comerciales y el desenvolvimiento normal de la economía del país. Lo irracional es impresionarse luctuosamente ante una baja y considerar que un alza, igualmente perturbadora cuando menos, sea invariablemente un beneficio. La actitud de la opinión inglesa en las circunstancias actuales revela una sensibilidad económica más educada.

Parece dominar la opinión en los sectores técnicos ingleses de que la sanidad económica del país exige que la cotización de la libra no exceda de 3,40 dólares, y que no se puede estabilizar a un tipo superior sin graves peligros para el porvenir. Y se espera que el Banco de Inglaterra intervenga enérgicamente con la baja de los tipos de interés, con la compra masiva de divisas y con todos los medios a su alcance para contener un alza que se estima perniciosa.

Comentando declaraciones concretas de Mr. Chamberlain sobre este punto, que reproducimos en otro lugar, dice el autorizado The Times: "Cualquier intento de retornar la libra a la paridad en las condiciones actuales no podría más que inflingir daño enorme a la industria y al comercio, imponiéndoles aquellos impedimentos que fueron parcialmente destruidos por el abandono del patrón oro en el Otoño último. Es cierto que el abandono resultó necesario finalmente por la retirada de fondos bajo el pánico, pero la debilidad fundamental de la libra que lo provocó era un desequilibrio más permanente de nuestra estructura económica, causada por la rigidez de los tipos de salarios en un período de caída de precio y por el continuado aumento en el peso real de la deuda nacional a medida que aumentaba el valor de la moneda".

Y es que el sistema monetario, el valor interior de la moneda, su cotización exterior, el funcionamiento del crédito y tantas otras cosas que son elementos de la economía, es decir, el instrumental financiero de la nación para regular sus actividades productoras básicas, no se pueden juzgar con criterios absolutos y abstractos, que carecen de sentido racional cuando no se considera con respecto al mecanismo económico en el cual han de constituir un rodaje esencial y en relación con la obra fundamental que ese mecanismo debe cumplir.

Servicio de Estudios

16 MAR. 1932

## CRONICA SEMANAL

Dos notas de tonalidad completamente distinta han influido fuertemente durante la semana pasada en el mundo financiero: el resultado de las elecciones presidenciales en Alemania y el suicidio del financiero Kreuger. La primera ha apartado un motivo de incertidumbre que gravitaba pesadamente sobre las perspectivas políticas de Europa. La segunda es una de esas repercusiones trágicas de la dolorosa crisis actual, que ha venido a sembrar una nueva alarma cuando los espíritus parecían reserenarse y recobrar la confianza. Por fortuna la obra del gran organizador sueco parece sólida y capaz de resistir a las dificultades que le ha creado la actual perturbación financiera del mundo, de suerte que el primer movimiento de pánico en las bolsas se ha encontrado pronto ahogado y no ha impedido el general restablecimiento de confianza que parece irse extendiendo gradualmente y constituye un prodromo de restauración financiera, a la cabeza de la cual van los mercados norteamericano e inglés; el primero favorecido por el desarrollo de los planes de apoyo financiero que han conseguido disminuir considerablemente el número de quiebras y reducir notablemente el atesoramiento; el segundo ayudado por la afluencia de disponibilidades que ha determinado la buena situación de la Hacienda inglesa, hasta el punto de que la lucha entablada por las autoridades económicas contra el alza de la moneda, encuentra allí las mayores dificultades a pesar de las bajas en el tipo de descuento y de las grandes ventas de moneda inglesa por el Banco de Inglaterra.

Síntomas favorables son estos cuyo valor no conviene exagerar ni depreciar. El optimismo en el mundo capitalista puede anticipar el momento en que la reposición se inicie, puesto que en los negocios y especialmente en los industriales siempre hay un elemento de previsión y de esperanza que será descontado diversamente según el estado de los espíritus. Pero no hay que olvidar que también hay elementos objetivos en toda fase cíclica que imponen su ley. Mientras no exista un reajuste entre los factores económicos que fijan el coste de producción; mientras la situación de precios de productos y primeras materias, salarios, rentas e intereses no sean tales que ofrezcan un margen remunerador a la iniciativa industrial, no puede esperarse que tenga lugar un fuerte movimiento de revivificación industrial, del cual depende la cura del paro y de la mala situación de los negocios que es el cáncer profundo que hoy roe la economía del mundo.

Servicio de Estudios.

23 MAR. 1932

C r ó n i c a            s e m a n a l

---

Pocas novedades ofrece al comentario la última semana financiera y económica, cortada por la vacación pascual.

La Libra sigue su curso ascendente en la Bolsa de Nueva York y el mercado y las autoridades financieras inglesas parecen resignarse a aceptar un tipo de estabilización de hecho superior al que se consideraba conveniente antes para el equilibrio económico del país y de su comercio exterior. El tipo de 4 \$ por Libra no parece ya tan excesivamente elevado como se juzgaba. Sin embargo, una estabilización de hecho no es de esperar por ahora ni probablemente en bastante tiempo.

Cuando la opinión financiera se había apenas reserenado después de la tragedia Kreuger, el pesimista informe dado por la Comisión revisora de los negocios de este grupo, como avance de un trabajo más circunstanciado y hondo, ha venido a sembrar de nuevo la alarma acerca de los resultados que pueda tener la liquidación de esos negocios. La impresión en los países más interesados ha sido grande y aunque en general se estima excesivamente pesimista el informe, es de esperar que obrará paralizándolo durante algún tiempo el movimiento de restauración que se había iniciado, aunque con algunas alternativas, en los principales mercados bursátiles.

La imposibilidad de llegar a equilibrar los presupuestos nacionales de los dos países que hoy ocupan el primer puesto en el orden financiero: Francia y los EE.UU., ante la resistencia de las respectivas Cámaras a aceptar los aumentos impositivos, acrecientan los temores de inflación para el futuro en ambos países que, por ser quienes mantienen actualmente el mayor stock de oro, podrían provocar si la inflación llegase, un reflujo de ese oro hacia los demás, alterando las actuales corrientes económicas y quizás cambiando las perspectivas en este orden.

Hay que observar que los países cuyas monedas fueron arrastradas en su caída por la Libra no siguen con igual facilidad su movimiento ascendente, lo cual puede constituir una dificultad importante en la consolidación de la actual equivalencia de esta moneda, pues se trata de tributarios importantes del mercado inglés, a cuyo comercio perjudicaría enormemente una depreciación relativa de sus monedas.

Servicio de Estudios.

30 MAR. 1932

## CRONICA SEMANAL

La situación del mundo se revela la última semana con tendencia estacionaria. Prosigue la dura liquidación de la crisis, sin que se manifieste en ninguna parte - salvo en Inglaterra, donde los últimos seis meses registra un aumento de 250.000 en la cifra de obreros ocupados - francos síntomas de reposición. Sin embargo, se observa por doquier un aumento de los recursos líquidos, como lo prueba el constante descenso de los tipos de interés en el mercado comercial, descenso muy acentuado en los últimos días. Pero esa plétora de disponibilidades no se decide a lanzarse a las Bolsas ante la inseguridad en el porvenir económico próximo, por causa de los múltiples problemas financieros y políticos que se acumulan en el horizonte. Menos todavía se deciden a invertirse en los negocios industriales y en las grandes empresas, único medio que, promoviendo la ocupación y aumentando los recursos de los consumidores, sanaría los males profundos del organismo económico.

Comprendiéndolo así las autoridades norteamericanas, se esfuerzan por ofrecer los medios de cebar la reanudación activa de los negocios. Hasta ahora ese esfuerzo se dirige a saturar el mercado de disponibilidades; desde febrero, en que fué aprobada la Federal Reserve Amendment Act, los Bancos de la Reserva han venido comprando 25 millones de dólares semanales de valores públicos, con un total hasta la fecha de unos 250 millones. Ultimamente se anuncia una nueva medida antideflacionista que se supone ha de consistir en que los Bancos de la Reserva compren también otros valores. Al mismo tiempo se les incita a que eviten la reducción que viene observándose en el volumen de créditos concedidos, reducción debida sin duda más que a una política bancaria deliberada, a que faltan los incentivos para colocar el dinero productivamente.

En estas condiciones, todos los esfuerzos resultan vanos. Las facilidades financieras son elemento esencial para la actividad económica, pero hay otro más esencial: las buenas perspectivas de los negocios. Como la política bancaria sólo puede ejercerse unilateralmente en el primer sentido, su acción resulta ineficaz mientras no sobrevengan circunstancias favorables en el segundo aspecto.

La depresión no suele proceder de falta de disponibilidades, que sólo, en los primeros momentos agudos de la crisis, es típica. La depresión suele caracterizarse, al contrario, por la formación de sumas notables de recursos que se mantienen inactivos y que, no obrando del lado del consumo, por constituir antes bien una merma deliberada de éste por los consumidores, determinan la superabundancia de stocks y la caída de los precios; y no obrando tampoco del lado de la producción, porque no se deciden a invertirse en ella ante ese mismo estado de marasmo industrial, permanecen infecundas y estériles.

La dificultad para salir de una fase depresiva consiste precisamente en ese círculo vicioso que resulta de que la inversión industrial sea al mismo tiempo premisa y consecuencia de la prosperidad. Por eso la depresión suele ser tenaz y el

auge febril. Por lo regular el período próspero sólo se inicia mediante algún hecho fortuito que incite o fuerce a lanzar en el mercado de demandas una importante masa de las disponibilidades acumuladas inactivamente. Unas veces es una guerra o alguna otra calamidad; otras, algún invento que, modificando las condiciones de la producción industrial, incita a nuevas capitalizaciones a costa de arruinar las antiguas. Como tales hechos son imprevisibles, todo pronóstico a este respecto es completamente gratuito. Lo que sí puede asegurarse es que los expedientes financieros carecen en sí de virtualidad propia.

Un hecho de interés para la Economía española hay que registrar: la marcada mejora en la cotización de la peseta. Con tal motivo se han hecho muchos y variados comentarios sobre las causas y fundamentos de tal mejora. Como la depreciación sufrida por nuestra valuta durante el primer trimestre del año no corresponde a la situación relativa de los precios en España y en el exterior y hace tiempo que, a base de apreciaciones psicológicas basadas en los transtornos sociales especialmente y en algunos otros imponderables que pueden dar lugar a exportaciones de capital, aumento de costes de producción, etc., se viene descontando una mayor caída de nuestra moneda, apenas se ha suscrito el empréstito y han transcurrido unos días sin que empeore el ambiente se ha producido notable reacción de la peseta. Esta elevación podría consolidarse y aumentar considerablemente si el ambiente político-social, todavía demasiado cargado, se despejase en forma que el crédito agrícola empiece a restablecerse y no sea de temer que a las buenas cosechas en perspectiva no corresponda una recolección normal.

Servicio de Estudios

21 ABR. 1932

El hecho más saliente de la semana, es la presentación de los nuevos presupuestos ingleses, que arrojan un importe de 766 millones de libras con un superávit mínimo de unas 800.000 libras, gracias a nuevos impuestos, especialmente el impuesto sobre el té, con el cual se enjuga el pequeño déficit que resultaría de otro modo. Por lo demás la estructura general del presupuesto se altera poco sustancialmente. Se calcula una disminución sobre la renta que es compensada en su mayor parte por un incremento de la renta de aduanas y por los nuevos impuestos. En conjunto, el presupuesto ofrece cifras totales algo menores que las del presupuesto vigente, pero la disminución es poco importante.

Uno de los puntos más interesantes, bajo el punto de vista económico, de la nueva ley presupuestaria, es la autorización pedida para emitir un empréstito de 150 millones de libras (7.500 millones de pesetas aproximadamente al cambio actual) con el fin de crear un fondo, (Exchange Equalization Account) destinado a realizar una intervención en el cambio de la libra. El interés de ese hecho, consiste en lo curioso que será desde el aspecto técnico, observar los resultados que Inglaterra obtiene, después de tantos fracasos como se han sucedido en el resto del mundo, en su intento intervencionista, que parece va a constituir además un ensayo de las nuevas teorías de la moneda dirigida; y también en que esa medida puede constituir un preámbulo para la estabilización de la libra.

Hay que tener en cuenta que esta experiencia interventora se inicia en condiciones excepcionales. Una de las causas que han conducido fatalmente al fracaso las medidas intervencionistas, ha sido que se han puesto en práctica con el deliberado fin de sostener el valor de una moneda o de revalorizarla, cuando precisamente las circunstancias objetivas eran contrarias a tal propósito, es decir, que se proponían mantener un cambio artificial superior al que las condiciones del mercado consentían, aunque, claro, postulando siempre que la moneda estaba "injustamente depreciada".

El plan de intervención inglesa nace en condiciones muy diferentes. La moneda inglesa ha experimentado una revalorización - tras la caída que experimentó al desprenderse del patrón oro - que se estima perjudicial acaso para la economía inglesa, y desde luego toda nueva revalorización es rechazada explícitamente. En tales condiciones el propósito del fondo creado es absorber todos los excedentes de moneda extranjera tomando una importante masa de oro o divisas que en un momento dado de inversión de la coyuntura valutaria, puede contener la avalancha de demanda de divisas. Sobre todo ese fondo permitirá adquirir los saldos resultantes de una afluencia de disponibilidades flotantes de dinero a corto plazo, que ahora parecen importadas bajo la confianza que despierta el futuro de la libra, de suerte que en una huida repentina y circunstancial de ese dinero escurridizo, no comprometería, gracias a ese fondo, el valor exterior de la libra. Los ingleses han quedado muy escarmentados de la última fuga de capitales, que fué lo que precipitó la caída de la libra.

Cómo resultará el experimento, es lo que debemos observar.

Ahora se halla la Gran Bretaña en el camino que siguen fatalmente todos los países, sobre todo en la época de depresión, una vez que han iniciado la protección aduanera. De todas partes llegan las peticiones de industrias que se consideran insuficientemente protegidas. Las siderúrgicas por ejemplo piden derechos de protección que se elevan a un tercio del valor del producto en ciertos artículos semi-terminados. Es de temer que las barreras aduaneras inglesas sigan elevándose progresivamente a pesar del gran núcleo de libre-cambistas que todavía se esfuerzan en señalar los peligros de la protección para una gran nación que vive del comercio exterior. De este modo todos los países van siguiendo un camino, que por otra parte se declara que es el que está llevando a la ruina al mundo, como contribuyó antes a llevarlo a la guerra. Y es que las reacciones instintivas de los pueblos pueden todavía más que la reflexión razonada.

Servicio de Estudios.

28 ABR. 1932

Los acontecimientos políticos.

La pasada semana ha estado delimitada por dos acontecimientos políticos de gran importancia: las elecciones para la Dieta prusiana y las de la Cámara francesa.

El resultado de las primeras - aunque descontado por el avance del nacional socialismo observado en las elecciones presidenciales - no ha dejado de impresionar, y podría tener consecuencias inmediatas de orden económico e incluso monetario, porque si, como es probable, obliga a los partidos gubernamentales a entrar en inteligencia con una oposición tan potente, habrá que transigir más o menos con los planes financieros del nacional socialismo, que envuelven al parecer una política de amplios créditos y detención de los planes deflacionistas que se vienen practicando actualmente por reducción forzada de los salarios y precios interiores.

Menos transcendencia parece que ha de tener el resultado de las elecciones francesas desde el punto de vista económico, pues aunque de la primera jornada cabe deducir una evolución hacia la izquierda de la representación parlamentaria francesa, las declaraciones de los jefes radicales son tranquilizadoras y no parece probable que avenga por ahora una política socializante en el país vecino.

La situación económica y financiera.

Ninguno de los países que abandonaron el patrón oro parecen dispuestos a volver a él por ahora; en cambio, son más cada día los que van quedando fuera de él; últimamente Chile y Grecia. No parece que ha de tardar mucho el Africa del Sur a suspenderlo, a pesar del propósito decidido que el actual Gobierno surafricano ha mostrado en mantenerlo; son muchas y muy autorizadas las opiniones que ven allí en una devaluación de la moneda el único remedio a las muchas dificultades con que se lucha.

Siguen sin aparecer los síntomas de reposición económica, a pesar de los grandes esfuerzos que por doquier se hacen para conseguir una reanudación de los negocios. Por el contrario, últimamente, una súbita baja en el precio del trigo ha destruido las esperanzas que hacía concebir una ligera reposición de este cereal de cuya subida de precios se espera la restauración del poder adquisitivo de las clases agrícolas. Parece que la cosecha mundial de trigo va a ser mayor de lo que se esperaba, a causa de las buenas condiciones climatológicas del año. Las condiciones de la vida económica son tan anormales ahora, que los acontecimientos que habrían de mirarse como más halagüeños, siembran el pesimismo y la desesperanza.

Hasta ahora el único síntoma positivo, que siempre ha sido anuncio favorable de mejora, es la baja del precio del dinero. Aprovechándola el Gobierno inglés anuncia una emisión de bonos del Tesoro; tiene la particularidad de que no se especifica su importe ni se concreta su objeto, aunque se supone que el principal es convertir los actuales bonos 4% y extinguir la Deuda flotante. Las condiciones de la emisión son: 3 % de renta, tipo de emisión mínimo 97 3/4 % redimible a la par por sorteos anuales de un 10 % por lo menos de la emisión total, a partir del año próximo.

Servicio de Estudios.

## C r ó n i c a   s e m a n a l

Quienes sostienen que la crisis económica actual del mundo es una crisis singular, sin similitud con las anteriores crisis económicas no tiene fundamentalmente razón. Junto a las singularidades que toda crisis registra, y que dependen de las cambiantes circunstancias externas en que se produce, cabe señalar en la presente los grandes rasgos característicos propios de toda gran crisis y que corresponde a la perturbación profunda de un mecanismo económico que no ha variado en sus líneas básicas. Sin embargo, da verosimilitud a su tesis - aparte del error de perspectiva que suele cometerse en la estimación relativa de acontecimientos inmediatos y lejanos - la magnitud antes igualada de las transferencias de dinero a que obligan las ingentes deudas y reparaciones de guerra, las mayores resistencias para que se realice la adaptación de los costes de producción a los precios, el estado de inquietud política y social que hace más azarosa la inversión industrial, los ensayos de socialización y las amenazas subversivas que atemorizan al capital. Todo esto produce un estado de desquiciamiento económico, que dificulta el arranque hacia un nuevo período de prosperidad, que sin embargo es cada vez más urgente a fin de contener los graves peligros políticos que se derivan del malestar presente.

Quizás en ninguna parte como en Norteamérica se comprenden esos peligros y desde luego en ninguna parte como allí con el espíritu de acción que es rasgo típico del carácter americano, se está actuando de una manera decidida para salir del atasco actual. La inutilidad de los esfuerzos - de una magnitud proporcionada a los enormes recursos de la gran nación trasatlántica es algo altamente instructivo y por demás digno de atención. Grandes ampliaciones de la base crediticia en la organización bancaria, lanzamientos enormes de recursos líquidos al mercado por medio de la compra de valores públicos por los grandes Bancos emisores del sistema federal, estímulos al crédito; todo resulta vano. Y sin embargo, el objetivo es claro y al parecer sencillo: elevar los precios a los niveles anteriores a la actual depresión. El bill Goldsbrough últimamente votado por la Cámara de representantes (aunque se supone que encontrará la oposición del Senado y el veto del Presidente) apenas si tiene más que el valor de un anhelo: llevar el poder adquisitivo del dólar al nivel de precios que indican los índices de 1921 a 1929, índices de precio que son por término medio superiores en 50 % a los actuales. La tarea se encarga a los Bancos federales y al Ministro de Hacienda, pero no se cuida de señalar los medios para conseguir el propósito. ¡Y son ya tantos los medios ensayados sin resultado!

Alguna vez hemos indicado ya aquí cuáles son a nuestro juicio las causas de este fracaso. Para impulsar los precios no basta inundar el mercado de dinero crediticio, como haría suponer la clásica doctrina cuantitativista; es menester que ese dinero pueda crear demanda de artículos para el uso y consumo; y el dinero prestado no es dinero que pueda destinarse a ese fin. Para que la demanda experimente un incremento, no basta lanzar dinero al torrente especulativo:

es menester que ese dinero entre en el torrente circulatorio producción - consumo. Y esto sólo puede conseguirse por dos caminos: por el lado del consumo o por el lado de la producción.

El primero consistiría en dotar de recursos a los consumidores que actualmente carecen de ellos; más esto, en cualquier forma que se hiciera, desequilibraría imponentemente las Haciendas nacionales, cosa que produce muy justos temores. Si pudiera hacerse, no cabe duda que ello estimularía la demanda: se absorberían los stocks actuales y los precios subirían, restableciendo los márgenes de beneficio suficientes para que la industria resultase atractiva a la inversión de recursos, lo que vendría a su vez a aumentar el número de consumidores, y así sucesivamente.

El otro camino sería que se invirtieran desde luego recursos en la producción, lo cual dotaría a gran número de consumidores de medios de demanda que, al lanzarse al mercado, estimularían a otras ramas de la producción, y así se produciría el arranque hacia la prosperidad. Pero esto no es posible que se verifique mientras la caída de los precios siga reduciendo y anulando los márgenes de beneficio industrial. La iniciativa privada no lo hará, y hacerlo por iniciativa pública conduciría a un ensayo de estatificación, ruinoso para el Estado y la sociedad.

En este callejón sin salida, nos encontramos, con las grandes dificultades que crea para salir de él el más complicado bagage que constituye una organización económica cada día más compleja e intrincada, pero no puede decirse por ello que estamos en una situación nueva, porque esencialmente esa misma situación ha sido la que ha caracterizado todos los períodos de depresión que la historia económica nos muestra.

Servicio de Estudios.

12 MAYO 1932

Pesan sobre el mundo económico actualmente diversas interrogantes de origen político, que imponen un compás de espera en la marcha de los acontecimientos y que crean un gran estado de indecisión, especialmente en los mercados bursátiles: la orientación política en Francia como consecuencia de las últimas elecciones, las vicisitudes de la política alemana cuyo porvenir aparece algo incierto, el desenvolvimiento de la política financiera norteamericana, la situación cada día más angustiosa de la Europa central y oriental que la futura conferencia de Lausana (últimamente señalada para el 16 de Junio) ha de tratar, en unión de la eterna cuestión de las deudas y reparaciones. Sobre este punto es interesante, como muestra del espíritu popular en los Estados Unidos, la propuesta presentada por las agrupaciones de los ferroviarios norteamericanos que reproducimos en otro lugar y cuyo tono de apremio es significativo del malestar reinante.

Por otra parte, también la conferencia de Ottawa, en que se ha de decidir la orientación económica de la política aduanera y monetaria del Imperio anglo-sajón, constituye otra incógnita que se habrá de despejar antes de que se marquen orientaciones francas en los problemas que hoy más afectan a la marcha de los asuntos económicos. Las declaraciones, bastante ambiguas y cautas de Mr. Chamberlain en el Parlamento inglés sobre las directrices del Gobierno en esta materia son sintomáticas de la situación. El Gobierno, vino a decir, desea ver un alza en los precios al por mayor en el país y en menor medida también en los precios al por menor, lo que restauraría los márgenes industriales de beneficio, pero no confía en el resultado de las maniobras puramente monetarias; por lo demás, es opuesto a toda nueva revalorización de la libra y aspira a un período de dinero barato.

Es muy probable que ante la conferencia se plantee también el problema de la plata cuya revalorización y entrada en las reservas de los Bancos centrales desean muchos como medio de aumentar el poder adquisitivo de los países asiáticos y de aumentar la base del crédito en el mundo.

Sin embargo, no puede decirse que haya escasez de dinero. Allí donde la confianza abre el acceso del dinero al mercado, éste se manifiesta pletórico, así vemos descender constantemente los tipos oficiales de interés. En Gran Bretaña se ha llegado a tipos de préstamo al Estado y de anticipo de los Bancos, que hace un tercio de siglo que no se conocían. Las estadísticas revelan (véase las que reproducimos más adelante sobre Italia) incremento en los depósitos de las cajas de ahorro; las estadísticas de circulación fiduciaria acusan un notable atesoramiento de recursos todavía, aparte del ahorro que sale al mercado. Esta situación un poco paradójica no es anormal en los períodos de depresión que siguen a las crisis y preparan la reposición; pero no se ve todavía el camino para que ese dinero flotante en el mercado o atesorado cree demanda y entre en el ciclo productivo.

## C r ó n i c a s e m a n a l

---

Pocas novedades ha traído al mundo económico la última semana.

Quizás la más importante es la apertura en Ginebra de las sesiones del Consejo de la Sociedad de Naciones, el cual ha comenzado a tratar sobre la situación de Grecia y de los países danubianos, de Austria especialmente. El Comité financiero propone una garantía de las cuatro potencias - Inglaterra, Alemania, Francia e Italia - para empréstitos que proporcionen un respiro, pero como posteriormente se ha producido la quiebra de Grecia en el pago de los empréstitos exteriores - algunos concedidos bajo los auspicios de la Sociedad de Naciones - y ha anunciado Austria el inminente peligro de verse en el mismo caso, no ha parecido posible atender la propuesta. El Consejo ha terminado por una recomendación a los países para que procuren atender a sus compromisos exteriores, sin lo cual, no se les podrá dar nueva ayuda, y por el expediente dilatorio de designar una delegación para estudiar la situación de los referidos países.

---

Los mercados financieros se muestran entre tanto flojos y desanimados en general, pendientes de los problemas políticos que se ciernen sobre Europa, especialmente de la grave crisis del gobierno alemán, cuyo desenlace no se prevé fácilmente. Aunque su desarrollo sea más tranquilizador y menos expuesto a sorpresas, no deja de preocupar a las Bolsas el desenvolvimiento de la crisis política francesa que se complica con el grave desnivel del presupuesto que no cabe esperar llenar con los pagos de Alemania. Parece que esta crisis se resolverá, según la esperanza de los medios financieros, por una concentración de los partidos del centro y extrema izquierda con el plan de fortalecer la Hacienda pública y luchar contra la crisis económica que cada vez se acentúa más en la nación vecina.

---

Sigue concentrada la atención de economistas y financieros sobre la gran experiencia monetaria de los Estados Unidos. Y aunque no hay síntomas objetivos de una caída de la moneda yankee, los temores que inspira la tendencia inflacionista, dan lugar a retiradas de fondos que provocan salidas de oro y mantienen la flojedad del dólar, aunque en definitiva la suerte de esta moneda la han de determinar las medidas futuras, tanto de orden monetario como presupuestario, a que sean llevadas las Cámaras y las autoridades norteamericanas.

Servicio de Estudios.

26 MAYO 1932

## C r ó n i c a s e m a n a l

---

Mal se prepara la próxima conferencia de Lausana en que se basan las esperanzas de un arreglo de la cuestión de las deudas que contribuya a enderezar la actual situación económica. Por una parte, los resultados anodinos de las sesiones del Consejo de la Sociedad de Naciones en Ginebra. Por otra, la situación política inestable y transitoria de dos de los principales países interesados: Francia y Alemania, especialmente de esta última en que parece inminente una nueva consulta al país que se augura ha de variar completamente la orientación de la política alemana, hará probablemente que no pueda adoptarse ninguna solución firme y el estado de incertidumbre se prolongue todavía muchos meses. El Gobierno inglés parece ser el que hace más serios esfuerzos por el éxito de la conferencia y aun se dice que desearía ampliarla para tratar, desde un punto de vista internacional, el problema de la crisis económica y sus remedios. La posición de Inglaterra como la de Italia, es clara: anulación total de deudas y reparaciones. Este sería también naturalmente el deseo de Alemania, pero como no es probable que ni Francia ni los Estados Unidos accedan a ello, habría que ir a una transacción que solo podría ser aceptada en firme por un gobierno alemán revestido de plena autoridad y solidez. Lo que no es posible que exista para la fecha de la conferencia.

Las bolsas han acusado en la última semana una marcada depresión, a pesar de que siguen imperando las facilidades monetarias casi por todas partes. En Inglaterra se ha llegado a tipos del 1 % en los descuentos privados y a tipos inferiores en los pagarés del Tesoro. No obstante sigue extendiéndose y acentuándose la crisis. Las informaciones de Suiza acusan un descenso muy considerable en los ingresos del país, que repercuten seriamente en la Hacienda pública, hasta el punto de manifestarse opiniones favorables al abandono del patrón/, aunque por ahora niegan rotundamente las autoridades tal posibilidad. La situación sin embargo resulta seria para un país que vive en gran parte del turismo, fuertemente restringido ahora por la alta cotización de su moneda.

Dinamarca, el único país escandinavo que mantenía su moneda casi en paridad con la libra, después del alza de ésta, ha decidido abandonarla como antes abandonó el oro, manteniendo la paridad con las demás monedas escandinavas, hoy depreciadas con respecto de la libra.

- 2 JUN. 1932

Servicio de Estudios.

C r ó n i c a            s e m a n a l .

La próxima Conferencia de Lausana, que ha de arreglar la cuestión de las deudas y reparaciones, y tratar de paso de la situación económica del mundo, tiene grandes probabilidades de resultar estéril por varias causas, la principal de ellas por la ausencia de los Estados Unidos, el principal acreedor. Norteamérica sabe que habría de ser el eje del acuerdo y que cualquier concesión hecha a Alemania sería al precio de otra equivalente por parte de aquélla; en una palabra, que es América la predestinada a pagar las costas de la posible transacción. Y en un momento en que la Hacienda americana acusa un gran déficit, en que a la enorme depresión de la vida económica en aquel país hay que añadir la pesadumbre de nuevos impuestos con que intentar equilibrar el presupuesto siquiera sobre el papel, en que se fluctúa entre el temor de causar una inflación y la caída del dólar y la necesidad de arbitrar recursos para remediar el paro de diez millones de hombres, es poco probable que la política del borron y cuenta nueva encontrara favorable ambiente entre el pueblo yanqui. De aquí el deseo de la diplomacia americana de mantenerse ausente de una deliberación en que no iba a ganar nada.

Ha sido en estas condiciones un triunfo del primer Ministro inglés conseguir la cooperación norteamericana para una conferencia económica en que se van a debatir por los grandes países, con la probable cooperación de las naciones menores, los graves problemas del día, excepción expresamente hecha de todo lo que se refiere a reparaciones y deudas. Ciertamente que la propuesta ha venido en el momento psicológico en que se vea de ver el fracaso del gran ensayo contra deflatória intentado en gran escala por aquel país. La única esperanza de conseguir salir, por un acto deliberado, de la actual crisis consiste en intentar una acción coordinada de todos o los principales países, aunque es dudoso que si esa acción se limita a un intento de expansión del crédito bancario como la llevada a cabo por los Estados Unidos, alcance mejor éxito. Porque no parece haber sido la unilateralidad del ensayo, sino más bien causas técnicas, lo que ha determinado el fracaso de la tentativa.

El tiempo dirá si los conferenciantes de Londres encuentran medios más hábiles de producir una reacción de los precios mundiales que saquen a la economía del marasmo actual. Entre tanto, el proyecto abre un nuevo resquicio a la esperanza de encontrar al fin el desenlace de la crisis, crisis no solo grave por las consecuencias económicas, sino también por las posibles derivaciones políticas, pues chispazos como el de Chile que amenazan complicar la ya intrincada posición del mundo, son de esperar todavía si el mal estar se prolonga.

- 9 JUN. 1932

## Crónica semanal

---

Los técnicos de la delegación del oro de la Sociedad de Naciones no han podido, después de tres años de trabajos, llegar a un acuerdo sobre la materia sometida a su debate: causas y efectos de las fluctuaciones en el poder adquisitivo del oro. Designada esa Delegación en el momento de las primeras dificultades económicas y monetarias que tanto se han agudizado después, pero cuando la conservación del patrón oro parecía todavía una premisa indiscutible, sus conclusiones no tienen ya gran valor ahora que prácticamente casi todos los países lo han abandonado, y aun se piensa si los dos que todavía lo mantienen con rigor no se verán llevados a abandonarlo por fuerza o por conveniencia.

Dos tesis se nos presentan como resultado de la deliberación de los peritos de la Delegación según podrá verse en el resumen que se inserta más adelante. El punto central de la disidencia consiste en que una - la de la mayoría - sostiene que la cantidad global del oro es suficiente y que no puede atribuirse a su insuficiencia la baja de los precios; en tanto, que la minoría formada por 5 miembros, - y apoyada en general por una memoria del Profesor Cassel, que no muestra una absoluta coincidencia -, mantiene con énfasis que la causa fundamental de la crisis es la mala distribución del oro. En consecuencia, los partidarios de esta última tesis admiten que las causas de la crisis son exclusivamente monetarias, enfrente de la mayoría que se inclina a admitir causas económicas generales, de las que las monetarias solo forman un sector importante.

Este último punto de vista parece más admisible, siquiera por la simple razón de que una perturbación económica profunda no puede menos de reflejarse en una alteración del mecanismo monetario tan relacionado en la distribución, de modo que las perturbaciones monetarias tienen todas las trazas de ser un reflejo de causas más intrínsecas que obran en el organismo social.

Pero ambos informes coinciden en un punto de más transcendencia práctica; en que el patrón oro es por hoy todavía el mejor mecanismo monetario de que se puede disponer y que la vuelta a él es deseable, aunque mediante el cumplimiento de ciertas previas condiciones. Desgraciadamente esas condiciones comprenden cuestiones como la libertad de circulación de las mercancías y del oro y la de los pagos internacionales, que parece sumamente difícil de conseguir, mientras las condiciones del mundo no mejoren, de modo que las conclusiones de la Delegación no dan esperanza de salir del círculo vicioso en que el mundo se halla.

La minoría, de acuerdo con su tesis fundamental, se muestra más expeditiva, porque confía en que una acción directiva sobre la moneda permitirá manejar los precios para situarlos a un nivel conveniente.

En cuanto al modo práctico de conseguir en el futuro un mejor funcionamiento del patrón oro y una relativa estabilidad de los precios, el informe se muestra tan lleno de reservas, salvedades y precauciones que nos demuestra que el acuerdo, aun limitado a una mayoría, no ha sido fácil de obtener. Recomienda la reducción de los coeficientes

de la reserva, describen los penosos efectos de la baja de los precios en el tráfico internacional, juzgan deseable la elevación de los precios, pero la hacen depender del retorno de la confianza y de la reviviscencia de la industria, que es lo que nos hacía falta saber producir; en fin, admiten que donde la contracción del crédito es excesiva, los Bancos centrales deben contenerla, pero no confían en que esto exclusivamente surta efecto para conseguir la elevación y mantenimiento de un nivel de precios adecuado.

Todo conduce a considerar que mientras el voto particular de la minoría se ha detenido en un análisis demasiado superficial de la cuestión y que sus recomendaciones tienen probabilidades de resultar poco eficaces, la opinión que ha prevalecido, siendo mejor fundada en cuanto a admitir la existencia de causas más profundas de la crisis que las puramente monetarias, no ha llegado a concretarlas suficientemente para fijar un plan de acción definido.

Servicio de Estudios.

16 JUN. 1932

de la reserva, describen los penosos efectos de la baja de los precios en el tráfico internacional, juzgan deseable la elevación de los precios, pero la hacen depender del retorno de la confianza y de la reviviscencia de la industria, que es lo que nos hacía falta saber producir; en fin, admiten que donde la contracción del crédito es excesiva, los Bancos centrales deben contenerla, pero no confían en que esto exclusivamente surta efecto para conseguir la elevación y mantenimiento de un nivel de precios adecuado.

Todo conduce a considerar que mientras el voto particular de la minoría se ha detenido en un análisis demasiado superficial de la cuestión y que sus recomendaciones tienen probabilidades de resultar poco eficaces, la opinión que ha prevalecido, siendo mejor fundada en cuanto a admitir la existencia de causas más profundas de la crisis que las puramente monetarias, no ha llegado a concretarlas suficientemente para fijar un plan de acción definido.

Servicio de Estudios.

La atención de los mercados bursátiles se halla fijada sobre los resultados de la Conferencia de Lausana. Comienza ésta bajo mejores auspicios que los que tuviera antes de su iniciación. Se fundan estos mejores augurios en el decidido propósito que parece abrigar, sobre todo el primer Ministro inglés, de llegar a una decisión en los problemas que van a ser objeto de debate. Por lo pronto, se ha llegado en el primer momento a la declaración de un aplazamiento de todo pago por reparaciones o deudas en tanto dure la conferencia, en espera de la decisión que ésta dé. Las bolsas han recibido en general con optimismo, aunque con diferente tonalidad, estos primeros pasos y el tono decidido de las declaraciones de Mr. Macdonald, que insiste en el propósito de Inglaterra de renunciar a sus créditos de guerra, que ascienden a la ingente cifra de 2.000 millones de libras, como medio de contribuir a salir de la actual crisis. Esta actitud radical choca naturalmente con la actitud más reservada y cauta de Francia que ha declarado por boca de Herriot, su opinión de que la cancelación de esas deudas no es una solución del problema y que es un error suponer que haya de volvernos a la normalidad.

No cabe duda que en esta tesis influye el temor a que, una vez que la depresión actual pase, Alemania, librada de sus cargas, se levante como un rival temible, tanto en el orden industrial como en el político. Pero por otra parte, es también indudable que su tesis en rigor es más que verosímil, que la exoneración de las deudas de guerra no será por sí sola una medida capaz de aliviar la situación económica general;

Según las mayores probabilidades, la crisis actual no es un efecto de las reparaciones. Las reparaciones han venido más bien a agravar una de tantas ondas depresivas como registra la historia económica del mundo moderno, mediante un mecanismo que en sus rasgos esenciales puede describirse sumariamente así: Las enormes sumas representadas por las reparaciones y deudas no podían ser racionalmente pagadas sino por un excedente de las exportaciones visibles é invisibles de los países deudores y un déficit en las balanzas de los países acreedores. Pero apenas se inició la restricción de los mercados después de la guerra, todos los países se apresuraron a levantar barreras económicas a la entrada de los productos extraños. Mientras el pago de los débitos se hizo nominalmente, porque fué compensado por préstamos casi equivalentes, la ficción del pago pudo marchar mal que bien. Cuando se restringió el préstamo internacional y los pagos hubieron de ser efectivos, el mecanismo financiero y monetario surgió por todas partes. La restricción del mercado, característica de todos los momentos de depresión, indujo a acentuar el proteccionismo aduanero, esta vez con mucha más fuerza, pues la necesidad de transferir grandes sumas forzaba las balanzas internacionales, deprimiendo el valor de las monedas de los países deudores, y al querer evitar esa depreciación de sus

divisas, se drenaban sus existencias de oro, se causaba una baja muy acentuada de los precios para salvar el obstáculo siempre creciente a la circulación de las mercancías: y toda vía más bajaba el poder adquisitivo de sus países a los que se obligaba a obtener una balanza favorable al mismo tiempo que se erizaban de defensas comerciales las fronteras de todos los países. De este modo se ha llegado a una situación de depresión tan grave como la actual.

Si esta concepción se admite, hay que deducir que la supresión de los pagos internacionales, que de hecho están suspendidos hace un año sin haber determinado ningún alivio apreciable, apenas producirá otro efecto que ese que suele llamarse psicológico, tan fugaz y dableznable. Lo necesario al mismo tiempo es destruir las barreras comerciales que en parte esos pagos han contribuido a crear. Y después de esto todavía quedará el mal mayor: la merma de poder adquisitivo, la restricción de los mercados que es la raíz última del malestar industrial y lo que promueve, en un movimiento instintivo de defensa, el rabioso proteccionismo.

Servicio de Estudios.

21 JUN. 1932

Las esperanzas que despertó al principio la Conferencia de Lausana están a punto de acabar en una gran decepción. La actitud inconciliable de Alemania y Francia en el asunto de las reparaciones no deja muchas esperanzas para llegar a un acuerdo, a pesar de los esfuerzos de Inglaterra apoyados en general por Italia. Se habla incluso de un aplazamiento de la Conferencia, cuyo efecto en el mundo económico sería deplorable, porque aumentaría la desconfianza de que se pueda llegar, en un futuro previsible, a una ordenación de los asuntos financieros que permitan un desenvolvimiento normal del comercio y de las relaciones internacionales.

Por otra parte, parece señalarse la posición de Norteamérica en el sentido de que un acuerdo sobre el desarme será condición previa para que los EE. UU. consideren favorablemente el asunto de una dispensa de parte de sus créditos de guerra, como compensación a las concesiones que los acreedores europeos se vean llevados a hacer. Pero la proposición sensacional de Hoover en la pasada semana, de una reducción en un tercio de los armamentos aparte de otras limitaciones que habría de producir en conjunto una economía de dos a tres mil millones de £ en los próximos diez años, no parece presentar en Ginebra mejores perspectivas de fortuna que las proposiciones para una liquidación definitiva en Lausana de la herencia financiera del Tratado de Paz.

Hay que conservar la esperanza de que, aunque se extremen las cosas por parte de los litigantes como un recurso diplomático para obtener un mayor provecho propio de la transacción, ésta se impondrá a última hora porque la situación económica del mundo sigue agravándose entretanto. Las quiebras bancarias que se había conseguido evitar en los EE. UU. en las pasadas semanas vuelven a recrudecerse; el total de quiebras en la semana última se ha elevado a 42, una de ellas con 6 millones de dólares de depósitos.

La depresión en los precios y en los negocios, lejos de aliviarse, se acentúa todavía.

Servicio de Estudios.

30 JUN. 1932

## Comentario semanal.

El gran proyecto de conversión de la Deuda inglesa de guerra - sin duda la más vasta empresa de este orden que hasta el día se haya acometido - es la mayor novedad financiera de la semana. Son 2.000 millones de libras - cifra que anda cerca de la equivalencia de 900.000 millones de pesetas - de deuda al 5 % que se trata de convertir en Deuda al  $3\frac{1}{2}$  % no convertible durante 20 años. Se ofrece la bonificación de 1 % a quienes acepten la conversión antes de fin de Julio, lo cual ha determinado una gran afluencia de demandas de conversión desde los primeros momentos. A los tenedores que no acepten la oferta les serán pagados sus bonos a la par en 1º de Diciembre próximo.

Dada la situación del mundo inglés, con un tipo oficial de descuento que previamente se había llevado al 2 % y unos tipos reales de préstamo del Estado a corto plazo inferiores al 1 %, la oferta puede considerarse como muy favorable y el éxito de la operación asegurado, dado el fortalecimiento de la Hacienda inglesa en los últimos tiempos.

La operación producirá una economía de 23 millones de libras anuales (más de 1.000 millones de pesetas) al Estado, pero el mayor beneficio de la medida se espera del efecto que producirá en el mercado financiero haciendo descender el tipo de colocación industrial de capitales y favoreciendo la inversión real de disponibilidades en la producción.

Dos fenómenos concomitantes en el anuncio de la conversión se han hecho notar: un alza súbita de los valores bursátiles que se ajustaron a la base del  $3\frac{1}{2}$  % de renta efectiva; el fenómeno no sólo afectó a los valores de renta fija de primer orden, sino que repercutió en los valores especulativos. El índice de Bolsa pasó de 54 a 56'5. Simultáneamente, se ha manifestado una debilitación de la £ en los mercados internacionales no obstante la intervención oficial a que está sometida. Por algunos se ha supuesto esto último debido a la venta de títulos en poder de extranjeros, pero el hecho no se estima muy probable. Claro que si los 200 millones de tales títulos que se suponen en manos de tenedores no ingleses, no se presentaran a la conversión y hubieran de ser saldados en su mayoría en efectivo, una transferencia de tal magnitud determinaría una depreciación considerable de la divisa inglesa, pero el hecho no parece probable, dada la situación de los mercados y el alto prestigio alcanzado por la libra últimamente.

-

- -

Parece que, como preveíamos en nuestra crónica anterior, a medida que se acerca a su término la conferencia de Lausana las partes liquidantes se aproximan a la esperada transacción. Entre los 4.000 millones de marcos oro en 20 anualidades pedidos por las potencias acreedoras y los 2.000 en 10 anualidades ofrecidos por Alemania, no es improbable un arreglo definitivo alrededor de los 3.000 millones en 15 anualidades, promedio de

las dos proposiciones extremas.

Aunque la reunión de Ginebra, entreténida en informes de peritos, muestra en estos momentos menos actividad externa, no parece en mala situación para llegar a algún resultado en la cuestión del desarme tanto porque las naciones europeas deben estar interesadas en colocarse en buena situación ante Norteamérica en el momento de plantearle el problema de una reducción de la deuda con ella, como resultado del arreglo pactado en Lausana, cuanto porque la reducción en los gastos se impone por razones financieras internas. La liquidación provisional del presupuesto francés de 1931-32 arroja un déficit total de más de 3.000 millones de francos, de los cuales más de 1.000 millones se deben a baja de los ingresos y los 2.000 restantes a los suplementos de créditos concedidos; todavía este avance de liquidación se considera demasiado optimista y se cree que la liquidación definitiva arrojará resultados más desfavorables. En la situación de crisis actual, que en Francia está sufriendo la mayor agudización, no es posible esperar un equilibrio efectivo del presupuesto: por lo pronto los proyectos presupuestarios del Ministro de Hacienda a base de mayores gravámenes han sufrido una modificación completa en la comisión parlamentaria correspondiente, pero aunque su destrucción se evite, no es de esperar que se consiga de hecho el equilibrio de la Hacienda francesa, mientras la crisis no pase, pues la capacidad tributaria del país parece llegada al límite de elasticidad. La posibilidad de ingresos resultantes de las reparaciones alemanas ha desaparecido, al menos por los tres años de moratoria, sin pago alguno acordados ya por la conferencia de Lausana.

Sin una reducción de gastos, a que parece ser favorable el actual Gobierno francés, reducción que habría de tener efecto sobre todo en los gastos de guerra, no parece posible restablecer la situación de las finanzas francesas, situación no muy diferente de la de los demás países. El déficit presupuestario del último año fiscal en los EE.UU. es, según un anuncio reciente del Tesoro yankee, de 2.885 millones de dólares, frente a 903 millones en el precedente ejercicio.

Servicio de Estudios.

- 7 JUL. 1932

Como era de presumir, la Conferencia de Lausana ha terminado en un acuerdo que parte la diferencia entre las proposiciones francesa y alemana, y da a Alemania un respiro de tres años, al cabo de los cuales habrá de empezar la amortización de los bonos que ha de crear y depositar en el Banco de Pagos Internacionales. Por lo menos el acuerdo tiene la ventaja de que reduce y concreta los compromisos de Alemania y los hace comercialmente negociables al cabo de la moratoria prevista. Ahora queda el problema político de la ratificación de este acuerdo por los diferentes países y el más árduo de obtener de los Estados Unidos una reducción correspondiente de las deudas con sus antiguos aliados. Parece que un convenio particular entre los países acreedores (gentlemen's agreement) hace depender la ratificación del acuerdo principal de que se consiga esta última reducción, lo cual limita bastante el valor del mismo.

Hay implícito en el acuerdo recaído y en el que se ha de negociar con Norteamérica el reconocimiento de que el bienestar de las naciones descansa ante todo en la prosecución del trabajo y de la producción, y que el peso muerto de una deuda, por apetecible que su cobro parezca a los países acreedores, no compensa el daño que cada uno sufre por la interrupción de las relaciones económicas normales.

El condonamiento de deudas iniciado implica el supuesto de que esta condonación es el primer paso indispensable para la vuelta de la prosperidad en el mundo. De todos modos no es más que un primer paso que, para ser eficaz, habrá de ser seguido de otros muchos que liberten al mundo de las ligaduras con que él mismo se ha ido atando. Esta es la tarea encomendada a las futuras conferencias internacionales: principalmente, la de Otawa, en que Inglaterra tratará de resolver el problema dentro de las naciones que constituyen su Imperio y la gran Conferencia monetaria y económica, cuyas líneas generales se han esbozado en los acuerdos de Lausana, que intentará solucionarlo de un modo más general.

---

Prosigue en el extranjero el descenso de los tipos de interés del dinero, baja que Inglaterra es la primera en consolidar mediante su plan de conversión de la deuda pública. Este proceso de baja en el coste de las disponibilidades es normal en los períodos de depresión y suele ser nuncio de la inversión del ciclo. En gran parte es el resultado de la depresión misma, pues la falta de estímulo a las inversiones industriales de capital, hacen que el ahorro se vaya acumulando en forma de disponibilidad flotante en el mercado, que espera oportunidades de colocarse lucrativamente. Sin embargo sería excesivamente optimista suponer que el simple hecho de bajar el coste del dinero es suficiente por sí sólo para determinar la reposición. Ni siquiera el préstamo gratuito, aunque siempre con las garantías necesarias para asegurar la reintegración del capital, sería suficiente para determinar su empleo industrial, mientras la industria no ofrezca perspectivas de devolver con creces los fondos en ella invertidos. Esto no puede ocurrir mientras no se establezca un adecuado nivel relativo de precios de coste y de venta, y semejante nivel

relativo no puede establecerse a menos que un aumento de la demanda impulse los precios de venta o que una reducción de los costes permita establecer el margen necesario, aun a los precios de venta existentes.

Ambas cosas podrían ocurrir simultáneamente si apareciesen nuevos medios de producción más económicos que permitiesen reducir de tal modo los costes, que la producción ofreciera favorables perspectivas aun a los precios actuales, y al mismo tiempo exigieran esos nuevos métodos industriales grandes renovaciones de material que, dando lugar a inversiones de las disponibilidades existentes, emplearan abundante trabajo, cuyos salarios caerían sobre el mercado de artículos de consumo impulsando la demanda y promoviendo el alza de los precios, que ha de ser acicate para que la producción se reanude en todos los sectores.

De otro modo, un aumento de demanda será difícil de producir, y mientras esto no suceda, las facilidades en la obtención del dinero, resultarán ineficaces, como ha demostrado el reciente ensayo de dinero barato y abundante en Norteamérica.

Servicio de Estudios.

14 JUL. 1932

## Comentario semanal

---

La situación financiera y económica no se ha modificado sensiblemente en la última semana. El efecto producido en las bolsas por los acuerdos de Lausana no ha sido muy grande. Con no ser estos convenios mas que un primer paso para el arreglo de las cuestiones económicas pendientes, se ha visto que todavía el acuerdo recaído no constituye una solución definitiva. Lo que se ha hecho, en virtud del "gentlemen's agreement" es dejar en realidad la cuestión al arbitrio de los Estados Unidos, que son los que, mediante su adhesión a un arreglo que supondrá un importante corte de cuentas, han de resolver si el asunto queda definitivamente zanjado o hay que ponerlo de nuevo sobre el tapete volviendo al punto de partida del acuerdo actual. Y el estado de interinidad y de incertidumbre de la política en los EE.UU. no consiente establecer presunciones fidedignas sobre lo que en este punto sucederá.

-----

Quizás el más importante de los acuerdos salidos de Lausana sea el celebrado entre Inglaterra y Francia para un cambio amigable de puntos de vista en todos los problemas europeos, acuerdo que renueva la inteligencia entre esos dos países y que se trata ahora de extender a las demás naciones de Europa. Puede ser una relativa prenda de paz.

-----

América sigue sus ensayos financieros para resolver el crítico estado de su economía. Acaba de ser aprobado por el Parlamento el Home Loan Bank Bill (Ley Bancaria de préstamos interiores), a la cual va unida la clausula Glass, que estipula que las obligaciones del Gobierno, con un interés máximo de  $3 \frac{3}{8} \%$ , podrán ser utilizados por los National Banks como garantía para emisión de billetes, lo mismo que los títulos antiguos. La ley tiene una duración limitada de 3 años y el total de las emisiones no ha de llegar a 1.000 millones de dólares. Veremos si esta ley consigue inyectar en el mercado americano los recursos financieros que los métodos hasta ahora ensayados no han logrado.

-----

Entre tanto registra Inglaterra el tipo más bajo de interés conocido en la historia. Los pagarés del Tesoro ultimamente subastados en Lombard Street por un total de 45 millones de libras se colocaron a 10 sh 6,84 por cien (o sea poco más del  $\frac{1}{2} \%$ ), y a pesar de este bajo tipo, las suscripciones excedieron de la cantidad ofrecida, alcanzando a 65.475.000 libras. Desde 1877, en que se estableció el sistema de subastas, no se ha registrado un tipo tan bajo. Los mínimos anteriores fueron en 1892 (14 sh 5  $\frac{3}{4}$  d  $\%$ ), y en 1895 (13 sh 8 d  $\%$ ). Esto da idea de la abundancia inusitada de

fondos en el mercado inglés, circunstancia que hubiera de estimarse como muy favorable si no tuviese el reverso de que tal resultado es debido a la falta de estímulo para invertir esos fondos en la producción, que es lo que resolvería el problema del paro y de la depresión económica.

Se comprende que en estas condiciones, sea grande el éxito que está alcanzando la conversión de la Deuda inglesa de guerra.

Servicio de Estudios.

21 JUL. 1932

## Crónica semanal

---

A medida que el tiempo transcurre, los resultados obtenidos en la cuestión de las Deudas por la Conferencia de Lausana aparecen más precarios y contingentes. En recientes discursos, el jefe del partido nacional-socialista alemán ha repudiado explícitamente el convenio de los 3.000 millones y ha declarado que, desde el momento en que su partido tenga el poder, Alemania no tendrá que pagar un solo céntimo. Las posibilidades políticas del partido nacional-socialista son demasiado grandes para echar en saco roto tales amenazas, aun dando por descontado la natural atenuación que sufran al llegar el momento de ser puestas en práctica.

Por el otro lado, el de los Estados Unidos, que tienen el otro cabo de la solución, la actitud no parece más clara. Es cierto que, persona tan destacada en la política americana como el Senador Borah, hasta ahora adversario de la anulación, ha hecho declaraciones animadoras, pidiendo una conferencia que prosiga la obra de Lausana con la cooperación de Norteamérica y con miras a una reducción o cancelación de las deudas de guerra. Pero la proposición no parece que encuentra ambiente muy favorable por el momento. Es digno de señalarse que la proposición de Mr. Borah no se basa en un sentimiento de pura generosidad, sino en la creencia de que el arreglo de esa cuestión reportará mayor beneficio a la nación americana, con la reapertura de los mercados extranjeros, la reposición de los precios y el alivio del paro, que el que pueda derivar del cobro de las deudas. Desde luego, supedita ese arreglo a un programa más general de restauración mundial en que el desarme sería cuestión esencial.

Mas he aquí un punto en que los debates de la última Asamblea de Ginebra que se acaba de dar por conclusa, dejan poco lugar a la esperanza. Los resultados han sido bien magros y todavía llenos de reservas, adecuadas para hacerlos totalmente estériles; acaso el más eficaz ha sido la prórroga de la tregua de armamentos por un trimestre más, hasta el 1º de Febrero próximo.

También parece que la conferencia de Ottawa, que despertaba grandes esperanzas de vivir una nueva era económica, tropieza con dificultades graves, por los encontrados intereses económicos y políticos de Inglaterra y sus dominios.

En estas condiciones no es extraño que reine en los mercados financieros, que ahora solo pueden especular sobre lejanas esperanzas de restauración, un ambiente de incertidumbre y vacilaciones, que hace sumamente fluctuantes las cotizaciones, sin tendencia firme ni persistente.

Vienen, sin embargo, de América impresiones más optimistas. Parece que en los últimos días se han afirmado los precios de las principales materias primas y se tiene esperanza de que al fin su baja se detenga y sea posible en los negocios la iniciación de un auge.

Servicio de Estudios.

28 JUL. 1932

## Crónica semanal

---

Sigue su curso la conferencia de Ottawa y, a medida que avanzan las discusiones, se dibujan con más precisión las posiciones de cada país. La Gran Bretaña lleva a la conferencia, como corresponde a la vieja metrópoli, un sentido económico más universalista. Convencida de que las medidas restrictivas van asfixiando el comercio del mundo, de lo que padece más que ninguno su tráfico propio y su marina mercante, propone que las ventajas a los dominios se obtengan a expensas de rebajar para ellos las tarifas actualmente en vigor, sin levantar, al menos de momento, nuevas barreras, ni crear nuevos derechos de entrada a mercancías ahora libres. Por el contrario los países del Imperio con un criterio más estrecho y nacionalista, no desean atenuar su propio régimen aduanero y quisieran gozar de ventajas especiales en la metrópoli; pretenden que Inglaterra eleve sus derechos a las mercancías de procedencia no imperial e imponga derechos aduaneros a los artículos de primera necesidad y primeras materias ahora libres, que son los que producen principalmente las colonias, para no acceder a lo cual tiene el Reino Unido poderosas razones políticas a más de las económicas. Inglaterra hace notar, con razón, que la mitad de su comercio de exportación se dirige fuera de Inglaterra, y que toda nueva medida restrictiva perjudicaría en primer lugar, al disminuir la capacidad de adquisición del pueblo inglés.

También la cuestión monetaria constituye un escollo difícil, pues aunque se suponía que el Africa del Sur estaría dispuesta a cejar en el mantenimiento del patrón oro, cediendo a un buen sector de la opinión de su país, ha manifestado, por el contrario, su deseo formal de seguir manteniéndolo, lo que dificulta el establecimiento de una moneda imperial que estabilizara el cambio dentro de los países convenidos. Por otra parte, la India aspira a una revalorización de la plata que favorezca su poder adquisitivo.

Todo hace prever que las discusiones serán largas y, aunque es de esperar que se consiga vencer muchas discrepancias, el resultado que para la restauración económica del mundo pueda tener la conferencia dependerá en gran modo del sentido en que vengan a cristalizar sus acuerdos.

---

El primer período de conversión de la Deuda de Guerra inglesa ha terminado, con el fin de la prima de 1 % ofrecida a quienes pidieran la conversión antes de fin de Julio. Los resultados exactos tardarán todavía algunos días en conocerse, pero desde luego se descuenta la operación como un seguro éxito. De todos modos, aunque pequeño relativamente dada la gran magnitud de la operación, el residuo no convertido habrá de pesar en el mercado inglés, llegado el momento del pago; y a la previsión de este momento, así como a una corriente migratoria de capitales flotantes americanos que antes vinieran hacia Europa, se atribuye la debilidad que estos días presenta la libra frente al dólar.

No parece que el Banco de Inglaterra, y el Tesoro británico se muestren muy diligentes en utilizar sus recursos para mantener la cotización de la libra. Por el contrario aumentan sus reservas de oro por compras importantes. La especulación no

sostiene con gran tesón la libra, temerosa de que las autoridades financieras británicas se dejen llevar por los anhelos de los industriales, que miran con satisfacción una baja de la cotización de la moneda como un medio de favorecer la exportación, o de que pesen más en su ánimo las preocupaciones de la situación económica que el aspecto puramente monetario de la cuestión.

---

Los índices de precios últimamente conocidos marcan un alza que persiste en los últimos meses. Los precios al por mayor de muchos productos muestran una tendencia firme en los mercados ingleses y americanos. Por el contrario acusan los precios más bien debilidad en Francia, Alemania e Italia. ¿Debemos mirar esto como el principio de una reposición que se inicia en los países anglosajones?. Sería prematuro vaticinarlo, porque lo cierto es que los efectos de esta elevación de precios no se reflejan todavía de manera franca en los demás índices económicos básicos.

- 4 AGOS. 1932

Servicio de Estudios.

## C r ó n i c a   s e m a n a l .

---

La pasada semana se ha señalado por la acentuación del movimiento de caída que viene afectando a la libra esterlina desde el mes de Abril, en que llegó a alcanzar la cotización de 96 frs.; en Junio, bajó a 93; en Julio, a 90, y ha llegado a cotizarse a pocos céntimos más de 88 en los últimos días.

Traducido en porcentaje del valor oro, he aquí las medias mensuales desde que fué suspendido el patrón oro:

1931	Octubre	79'74	
	Noviembre	76'76	
	Diciembre	69'52	(mínimo)
1932	Enero	70'70	
	Febrero	71'16	
	Marzo	74'58	
	Abril	77'11	(máximo)
	Mayo	75'35	
	Junio	74'94	
	Julio	73'08	

La cotización más baja alcanzada últimamente representa 70'90 % del valor oro.

La causa a que se atribuye generalmente esta baja es la transferencia de fondos a los Estados Unidos a consecuencia del movimiento de alza que se observa en aquel país, quizás coincidiendo también con la realización de títulos de la Deuda inglesa en poder de extranjeros, con motivo de la conversión.

-  
- -

Ese movimiento de alza del mercado americano, ya iniciado anteriormente, se ha sostenido y acentuado durante la última semana. Han subido todos los valores bursátiles, especialmente los fondos públicos y los valores ferroviarios. Trigo, algodón y cobre experimentaron alzas notables, hasta el punto que el sábado último hubo en la Bolsa de Nueva York un movimiento de pánico de los bajistas. Las últimas sesiones bursátiles en aquella plaza se han manifestado como de las más activas habidas en mucho tiempo, por el volumen de transacciones verificadas.

Norte-América realiza los mayores esfuerzos para restablecer la prosperidad. El Banco de Nueva York ha reducido a 2 % su tipo de descuento de efectos comerciales, y en una reunión últimamente tenida en dicho banco por sus dirigentes con poderosos elementos de la banca y la industria, se ha acordado la formación de un poderoso consorcio, apoyado financieramente por la Reconstruction Finance Corporation, el poderoso organismo para la reconstrucción económica, con el fin de impulsar los precios de los productos agrícolas. El propósito es dar facilidades ilimitadas de crédito en todo el país para estimular a los industriales a reconstituir sus existencias, con lo que se espera elevar los precios, la producción y la ocupación.

Además, se proyecta que la R. F. C. extienda las facilidades de crédito a la realización de obras públicas, a la edificación y a las empresas comerciales en mala situación.

Todo indica el propósito tenaz de encontrar una salida a la actual depresión, que azota al país, utilizando todo el inmenso poder financiero de la nación.

Servicio de Estudios.

11 AGOS. 1932

## C r ó n i c a   s e m a n a l .

---

Reproducimos en las páginas siguientes la declaración de la Conferencia de Ottawa sobre el problema monetario. Sus conclusiones son bastante anodinas y se limitan por lo general a reproducir cosas dichas ya muchas veces, entre otros por la Comisión Macmillan poco antes de la caída del patrón oro en Gran Bretaña. El único resultado claro es de carácter negativo: la Conferencia no admite la posibilidad de una moneda imperial sobre la que muchos venían haciéndose grandes ilusiones. Declara por el contrario, la aspiración de volver al patrón oro, aunque supeditándolo, como condición fundamental, a un movimiento previo de alza en los precios oro mundiales. Han resultado vanos los esfuerzos denodados de los bimetelistas y de los revalorizadores de la plata, que se apoyaban principalmente en la necesidad de restablecer el poder adquisitivo en los mercados orientales.

Por cierto que se atribuye a ésto último la caída que ha tenido en éstos últimos días el precio de la plata, después de una rápida subida en la primera quincena de Agosto, subida que parecía tener un carácter especulativo, quizás fundado en la esperanza de que de las Conferencias internacionales, surja algo en favor de este metal.

Por lo demás, la Conferencia de Ottawa reitera el carácter internacional de la depresión actual, que ha de ser objeto de medidas o acuerdos internacionales, y endosa el problema, en lo más esencial, a la futura Conferencia monetaria mundial.

Sigue manteniéndose en general el movimiento de alza en Wall Street, con escalonamientos determinados por las liquidaciones semanales. El movimiento repercute en las bolsas europeas, aunque algo amortiguadamente. Es imposible dictaminar todavía si se trata de un movimiento puramente especulativo, basado exclusivamente en la creencia de que las medidas financieras que se están adoptando por las autoridades americanas van a ser eficaces, o si se trata de la iniciación de un auge real. Sea por una razón u otra, es indudable que mucho dinero hasta ahora retraído acude a las Bolsas y contribuye a pujar las cotizaciones. Con todo es todavía bastante grande el número de quienes desconfían de la vitalidad y persistencia de este movimiento alcista

Servicio de Estudios.

18 AGOS. 1932

## C r ó n i c a   s e m a n a l .

### Terminación de la Conferencia de Ottawa.

Los resultados precisos y concretos tardarán todavía a poder desbrozarse entre el gran número de acuerdos, pero desde luego, puede advertirse, a pesar de las declaraciones oficiales, que no corresponden a las esperanzas que en la Asamblea se habían puesto. Es raro, sobre todo de algún tiempo a esta parte, que una de estas conferencias internacionales no acabe en un gran desencanto. Se confiaba en que esta de Ottawa fuera un primer paso que sirviera para señalar al mundo una ruta hacia la liberación de las trabas comerciales. Todo lo contrario ha ocurrido, un aumento del margen de derechos preferenciales a los Dominios, derechos que afectarán al cobre en bruto y a una porción de productos alimenticios, entre ellos a las naranjas y otras frutas al natural y conservadas, concesión compensada naturalmente por otras concesiones de los Dominios a Inglaterra que en general representan también otras tantas restricciones al Comercio con los demás países. Fuera de esto, un acuerdo contra el dumping, dirigido contra el dumping ruso al parecer, pero que legalmente es aplicable a cualquier país. Puede asegurarse que este resultado no ha de contribuir en nada a la restauración económica mundial, y no parece que haya sido recibido con gran satisfacción por la opinión inglesa, que no ve sin temor cómo se enreda el país en una maraña proteccionista cada día más tupida.

El gran éxito financiero de la conversión inglesa, de cuyos resultados dábamos noticia en la última página de nuestro informe precedente, ha estimulado el desec de Francia de seguir el mismo camino, para aligerar al presupuesto de una parte de su inmensa carga de intereses. Mas no parece comparable la situación financiera francesa a la inglesa en los momentos actuales. Su presupuesto tiene un enorme déficit que no se sabe todavía cómo hacer desaparecer. Por otra parte, se inicia en Francia el éxodo de oro, **invirtiéndose** la situación de que hasta ahora gozaba de centro de gravitación de **las** migraciones áureas. En fin, la obligación de mantener el patrón oro, que en los momentos actuales resulta una pesada carga, impide la libertad de movimientos, en cuanto a su **actuación** financiera, que ha adquirido la Gran Bretaña temporalmente por la suspensión de dicho patrón. De todos modos el proyecto no se anuncia por ahora más que como una aspiración que habrá de ser madurada y cuya realización no parece próxima.

Servicio de Estudios.

25 AGOS. 1932

CRÓNICA SEMANAL.

La preocupación económica del momento actual es saber si el mundo está efectivamente iniciando la fase de prosperidad, o se trata simplemente de un nuevo, aunque más fuerte, intento para vencer la depresión.

En el estado actual de la ciencia económica suelen considerarse como índices sustantivos para medir o apreciar los diversos estados o fases del ciclo económico, ora los números índices de precios al por mayor, ora los del paro obrero.

Aunque a nuestro juicio es teóricamente mejor índice sustantivo el segundo que el primero, como prácticamente es todavía muy deficiente, haremos uso del primero.

Como es muy frecuente que los movimientos de la Bolsa (especialmente los de los valores de especulación) precedan a los del paro presentamos a continuación los

NUMEROS INDICES DEL PROFESOR FISHER.

Precios al por mayor (Base: 1928=100)

	EE.UU.	Francia	Alemania	Inglaterra	Italia
27 Mayo	61,3	76,1	70,3	64,8	63,3
3 Junio	61,3	75,6	69,9	64,0	62,9
10 "	60,6	75,1	70,5	63,2	62,5
17 "	60,4	74,4	69,6	63,0	62,1
24 "	60,6	74,4	69,6	63,0	61,7
1 Julio	60,7	74,9	69,9	62,6	61,6
8 "	60,7	74,4	69,8	63,4	61,4
15 "	61,3	74,0	70,1	63,4	61,0
22 "	61,9	74,7	70,3	63,5	61,2
29 "	62,0	74,4	70,1	64,1	61,1
5 Agosto	62,2	72,0	69,8	64,2	60,8
12 "	63,0	70,6	69,5	65,4	60,5
19 "	62,9	71,5	69,6	65,9	60,8
26 "	63,0	72,7	69,0	66,4	61,0

Acciones.

	Nueva York	Londres	París	Berlín
27 Mayo	22,4	50,7	28,0	25,3
3 Junio	20,3	49,5	31,0	28,9
10 "	21,2	49,9	30,1	27,3
17 "	21,7	50,6	30,8	27,8
24 "	20,9	51,3	31,9	26,2
1 Julio	19,7	52,3	32,4	25,9
8 "	18,5	58,0	36,3	27,4
15 "	20,5	58,1	35,8	26,7
22 "	21,6	58,2	36,9	24,4
29 "	24,4	59,8	37,7	27,5
5 Agosto	27,1	59,5	38,1	27,4

(sigue)

Acciones.

	<u>Nueva York</u>	<u>Londres</u>	<u>París</u>	<u>Berlín</u>
12 Agosto	31,6	61,4	38,4	27,5
19 "	31,2	61,7	39,1	29,5
26 "	33,6	62,9	39,2	28,8

Obligaciones.

27 Mayo	76,9	87,3	97,1	69,1
3 Junio	74,4	86,5	96,3	67,1
10 "	76,7	86,4	96,9	67,2
17 "	77,1	86,2	96,8	66,5
24 "	77,5	86,4	96,5	66,1
1 Julio	76,9	87,0	96,3	64,2
8 "	77,3	94,4	97,1	66,8
15 "	78,1	96,8	98,3	67,7
22 "	78,9	95,9	98,9	67,2
29 "	79,9	95,8	99,3	68,2
5 Agosto	81,1	96,5	99,5	68,5
12	82,7	95,6	99,6	67,5
19	84,1	96,1	99,7	69,6
26	86,2	95,9	99,2	68,3

Se infiere de estos números:

1º.- Que en Inglaterra, Estados Unidos y Francia está perfectamente acusada el alza de precios al por mayor; pero no es así en Alemania e Italia.

2º.- La reanimación de las Bolsas es evidente y, en algún caso ha adquirido grandes proporciones.

En consecuencia; si fuera verdad la concepción teórica rectora de las primeras investigaciones de Harvard, podríamos afirmar que acabada la depresión estamos iniciando francamente la fase de prosperidad.

Más como ya ha flaqueado alguna vez la concepción conocida de las llamadas líneas A. B. C. de Harvard, sólo nos permitimos decir que es todavía ~~por ahora~~ prematuro - científicamente hablando - afirmar categóricamente que ya hemos vencido la depresión económica. Esperemos que nuevos hechos confirmen la agradable nueva que algunos síntomas favorables parecen presagiar.

Servicio de Estudios.

- 1 SEPT. 1932

## CRÓNICA SEMANAL.

---

Los hechos más salientes del momento económico son la Conferencia de Stresa y la política económica de Von Papen.

De la primera, no parece que pueden concebirse grandes esperanzas, ya porque los problemas en ella planteados tienen un fuerte origen político, emanado de la creación de nuevos Estados al final de la guerra europea, cuya vida económica tiene que luchar con una enorme depresión cuando todavía no son fuertes, ya porque financiados muchos de estos pueblos con crédito exterior caro, y caídos en una depresión agrícola profunda, es difícil que al reunirse con otros países (algunos de ellos sus acreedores e industriales), también en profunda crisis, obtengan de éstos el alivio que necesitan.

El ser esta Conferencia propiamente de peritos, y uno de los antecedentes de estudio para la gran Conferencia económica universal, permitirá sin duda ver si, al menos entre los técnicos, hay la comprensión necesaria para idear los planes convenientes a la economía mundial.

De la política económica de Von Papen, no tenemos todavía referencias suficientes para comprenderla ni menos analizarla.

Parece que se trata de una fuerte inflación, y en este aspecto es natural que sea recibida con escepticismo por todos los economistas serenos. El dinero abundante y barato es una buena condición para salir de la depresión, pero si no va acompañado de una aplicación a la producción-consumo, en forma que deje algún margen de beneficio, por pequeño que sea, no suele servir más que para agravar la situación.

Se habla de un servicio económico (a modo de un servicio militar), encaminado a colocar a la juventud en una serie de trabajos de creación de nuevas fuentes de riqueza, a la vez que se la educa y capacita técnicamente. La idea, lejos de ser un disparate, responde a la más sana ortodoxia económica, siempre que las fuerzas inactivas de dicha juventud mejoren efectivamente su capacitación técnica y produzcan unas bases y manantiales de nueva producción suficientes a compensar las disponibilidades en ello invertidas. Emplear energías inactivas en producir riqueza real, a la vez que se perfeccionan para un mayor rendimiento, es sin duda uno de los medios más eficaces de salir de la depresión y mejorar el bienestar.

Servicio de Estudios.

- 8 SEPT. 1932

## C o m e n t a r i o   s e m a n a l .

Si los llamados factores psicológicos, esa acción directa de la opinión general sobre la situación económica, fuera decisiva, como algunos pretenden, para determinar un cambio en el proceso ascendente o descendente de la coyuntura, ninguna ocasión sería más favorable que la actual para demostrarlo. Han bastado algunos síntomas favorables, que ni siquiera son universales, como la baja del precio del dinero y un cierto movimiento alcista de los valores bursátiles y de los precios de algunas mercancías, para que una ola de optimismo se extienda por el mundo considerando como inmediata la inversión de la fase actual del ciclo económico. Ciertamente que estos síntomas que se observan, pueden marcar la iniciación de la era próspera que hasta ahora hemos visto suceder siempre a la depresión; pero la depresión, que ya dura más de dos años, suele ser por desgracia la fase más prolongada del ciclo, porque su cesación exige el concurso de muchas circunstancias, y mientras la producción no ofrezca seguras perspectivas, a juicio de los promotores de la industria, no se puede considerar garantizada la iniciación del período de auge, que los accidentes más insignificantes en apariencia podrían retardar todavía.

Entre tanto, prosiguen, hasta ahora con escasa fortuna los intentos para forzar artificiosamente la marcha de las cosas en el sentido que se juzga favorable para provocar la evolución esperada. A este tipo pertenecen dos acontecimientos recientes:

La Conferencia de Stressa, nacida de la última de Lausana sobre las reparaciones y que se halla a punto de terminar, se proponía arreglar los asuntos económicos de la Europa Central y Meridional, especialmente en lo relativo al problema de créditos y transferencias internacionales de los pequeños países del Centro y Suroeste de Europa, casi todos virtualmente en quiebra. Sus resultados no parecen muy prometedores; se ha elaborado principalmente un plan para la revalorización de los cereales, de que depende esencialmente la riqueza de los países más afectados por la crisis.

El otro acontecimiento a que aludíamos es la propuesta hecha por Italia a la Oficina internacional del Trabajo para que se discuta un proyecto de reducción de la jornada de trabajo a 40 horas semanales, sin reducción de los salarios nominales; esto sería, según los iniciadores, un medio de paliar el paro. El plan es de una simplicidad tan grande que difícilmente se puede creer en su eficacia. Es indudable que para hacer la misma obra trabajando con una jornada un 20 por 100 menor, se necesitará emplear un 20 por 100 más de trabajadores. Pero no olvidemos que el problema está en la creación de mayor poder adquisitivo. Si la capacidad de compra fuera suficiente, todos los obreros ahora en paro podrían emplearse, puesto que no faltan necesidades potenciales que satisfacer ni elementos naturales en que aplicar el trabajo. Mas cuando aun la masa de productos que ahora se elabora no halla demanda suficiente, y por eso sus precios caen o se mantienen con flojedad, es imposible pensar en aumentar la producción, que sería lo que hubiera de dar ocupación y retribución a los brazos inactivos.

Reducido el tiempo de trabajo y no la retribución, tres cosas pueden lógicamente ocurrir:

1.ª - Que esa mayor retribución horaria venga a realizarse sin elevar los precios de venta, y por lo tanto, a expensas de los beneficios de las Empresas. Como precisamente la situación general de los negocios resulta precaria en estos momentos, y éste es el síntoma fundamental de la depresión, tal resultado no es probable. Sería absurdo admitir que haya ahora, como no sea algún caso excepcional, Empresas industriales que puedan aumentar sus costes en un 20 por 100 y seguir vendiendo a los mismos precios con beneficio suficiente. Y si esto no es así, el aumento de coste, al subsistir los mismos precios de venta, conduciría únicamente al rápido quebrantamiento de las Empresas y, por consiguiente, a un aumento de la depresión y del paro. El mal que se quisiera curar en una parte del organismo, aparecería más agudizado en otra.

2.ª - Que la mayor retribución relativa resultara puramente nominal, porque los precios de venta se elevasen en la misma proporción que los costes para que la situación económica de las Empresas no sufriera agravamiento (y esto prescindiendo de las perturbaciones en la organización que hubiera de causar el cambio de jornada). En tal caso resultaría un descenso de los salarios reales proporcional al de la jornada; es como si los obreros ahora ocupados se resignaran a trabajar una hora menos con la disminución correspondiente de jornal, a fin de dar ocupación a otros; sería una redistribución de la misma masa global de jornales <sup>entre</sup> un mayor número de trabajadores, con un tipo inferior para cada uno. Pero con un agravante, y es que como la elevación de precios no sería probablemente simultánea y general, se producirían dislocaciones en los precios relativos que agravarían sin duda la situación, especialmente por las repercusiones monetarias inevitables a causa de que el precio del oro y el de las monedas nacionales no se ajustarían automática e inmediatamente a las variaciones impuestas por la alteración de los costes.

3.ª - Que el aumento de retribución horaria del obrero fuese acompañado de una elevación proporcional en el rendimiento productivo. Entonces los precios podrían seguir siendo los mismos, no obstante el mayor salario relativo. Cada obrero conservaría el mismo poder adquisitivo y el conjunto de los obreros aumentaría un 20 por 100 su capacidad total de compra, esto es, en la misma proporción en que la producción habría aumentado, trabajando sin embargo cada obrero una sexta parte menos. El resultado sería ventajoso por todos conceptos. Pero hay que tener en cuenta que, para ese aumento de productividad, no se pueden computar los progresos ya realizados con anterioridad en las industrias y cuyos resultados se hallan ya consolidados en los precios, sino los que se hubieran de realizar simultánea o inmediatamente al cambio de jornada, progresos técnicos que no son probables, al menos de manera tan súbita.

Hemos considerado las tres soluciones puras. Un resultado mixto, que es lo más probable, esto es, una compensación en parte a expensas del salario real del obrero, en parte a favor de una reducción cada día mayor del rendimiento de las industrias con el consiguiente recrudescimiento del paro, y en parte gracias a una mejora del rendimiento, bajo la presión obligada de las circunstancias, se traduciría en una combinación en proporción diversa de los efectos analizados. Aun así, es difícil augurar de tan simple arbitrio una mejora de la coyuntura; antes bien sería de esperar su agravación.

Servicio de Estudios.

22 SEPT. 1932

## C r ó n i c a   s e m a n a l .

El sábado último quedó concluso, en el plan de conversión de las deudas francesas de guerra, el período de demandas de reembolso. No cabe negar que la Hacienda francesa ha seguido un procedimiento mucho más expeditivo que la inglesa. Surgido el proyecto francés al conjuro del éxito inicial obtenido por la conversión inglesa, se puede considerar realizado cuando aún se encuentra el plan inglés en el plazo hábil para poder solicitar el reembolso del valor de los títulos convertidos. Así, mientras los resultados definitivos de la operación inglesa todavía no pueden darse, ya se sabe positivamente que los reembolsos pedidos por los tenedores de deudas francesas sólo alcanzan al 5 % de las deudas convertidas, es decir, unos 4.000 millones de francos, suma todavía considerable, pero que hay que disminuir en realidad en unos 2.000 millones de las nuevas deudas que han sido suscritas simultáneamente.

La diferencia principal entre la operación francesa y la inglesa es que a esta última precedió la obra verdaderamente heroica de equilibrar el presupuesto, en tanto que en el caso de Francia resta por hacer lo más difícil: enjugar el enorme déficit presupuestario, déficit que todos reconocen la imposibilidad de saldar por el procedimiento ordinario de apretar los tornillos del fisco, pues, dada la elevación de los impuestos y la situación de los negocios, es creencia fundada y unánime, que este proceder sólo conduciría a un empeoramiento de la situación económica y a la agravación del déficit, del que ha sido causa principal la disminución en el rendimiento de los impuestos básicos.

Hay que restablecer la balanza por la contracción de los gastos, empresa cuya necesidad se pregonaba mucho, pero que no parece estar al alcance de las administraciones públicas, a juzgar por los fracasos con que cuenta.

Servicio de Estudios.

29 SEPT. 1932

Sin que pueda decirse que haya un retroceso en los índices económicos mundiales, la última semana marca un estacionamiento en los avances realizados durante las anteriores, tanto en las cotizaciones bursátiles como en los precios generales de las mercancías. Sobre todo los índices bursátiles se resienten en Londres y París, mientras que se robustecen algo en Nueva York y en Berlín. Ello puede muy bien atribuirse a las perturbaciones financieras que siempre supone una operación de conversión tan vasta como las llevadas a cabo recientemente por la Gran Bretaña y Francia, aunque obtengan un éxito tan rotundo como el que ellas han alcanzado.

Vencido el plazo de opción para los tenedores de la deuda inglesa de guerra, ya se sabe que no excederá del 8 % la deuda que se habrá de convertir y que este 8 % se podrá cubrir fácilmente por el recurso corriente de los bonos de la Tesorería inglesa, sin peligro de perturbaciones para el mercado.

En vista de ello, el gobierno inglés ha levantado la prohibición que pesaba sobre emisiones en el mercado inglés. Esta prohibición ha desaparecido para las nuevas emisiones industriales, manteniéndose para las emisiones extranjeras y para las conversiones de obligaciones industriales. Esto último ha causado algunas discusiones en los medios financieros, por considerar muchos altamente urgente que la industria pueda aprovecharse de la baja del interés del dinero y aminorar sus gastos, reduciendo con ello los precios de coste, cosa tan interesante para el resurgimiento industrial como el financiamiento de nuevas empresas. Sin embargo, en un gran sector se estima prudente el proceder paulatino en el levantamiento de las limitaciones impuestas transitoriamente con motivo del plan de conversión. Lo que parece que ha de perdurar bastante, quizás todo el tiempo que transcurra hasta la estabilización de la £, es la prohibición de emisiones extranjeras en el mercado londinense y para las cuales el ambiente no sería muy propicio de todos modos, dada la situación incierta de los negocios y los recientes ruidosos fracasos de las colocaciones extranjeras de capital.

Prosiguen los preparativos de la Conferencia económica mundial. Esta misma semana debe reunirse el Comité organizador de Ginebra para un acuerdo definitivo sobre el lugar y la fecha en que habrá de celebrarse. Parece que los Estados Unidos no pondrán el veto a la discusión de las cuestiones de política aduanera, siempre que se mantenga en términos generales. El asunto es tanto más importante cuanto que la situación en este aspecto sigue agravándose de día en día. La adopción por Alemania del sistema de los contingentes ha movido a medidas de represalia a todos los países más interesados en su comercio. Italia particularmente ha respondido con amenazas que hacen temer en serio conflicto comercial. Esta situación de hostilidad y de limitación legal en las relaciones mercantiles hacen cada día más difícil que las tendencias cíclicas favorables encuentren terreno abonado para su expansión y desarrollo.

Servicio de Estudios.

- 6 OCT. 1932

La repentina baja de la libra es el hecho más impresionante de la pasada semana. A nuestro juicio se trata de un accidente propio de toda moneda sostenida artificialmente y aun de las monedas estabilizadas en pleno régimen áureo, cuando las circunstancias del mercado no son favorables al sostenimiento del valor que legalmente se les atribuye. La caída del patrón oro en la Gran Bretaña, hace poco más de un año, no fué - salvo la magnitud de la baja - un hecho diferente del que ahora observamos.

El mantenimiento de una moneda en equivalencia con el oro tan sólo es posible en el supuesto de que las oscilaciones que naturalmente tienden a producirse en el valor de la moneda con respecto al oro, como con respecto a toda clase de mercancías, puedan ser suplidas y compensadas por una entrada o salida del metal amarillo. Para lo cual son necesarias dos condiciones: 1ª, que las fluctuaciones no sean excesivamente amplias y de larga duración en un sentido o en otro, 2ª, que esas fluctuaciones se verifiquen alrededor del valor legal de la moneda, es decir, que el valor legal de la moneda en cuestión forme la media aproximada de los valores virtuales que tendería a tomar esa moneda sino estuviese regularizado o estabilizado su valor.

Cuando alguna de esas condiciones no se cumplen, las reservas metálicas o los fondos de regularización, según el caso, tienden a agotarse al llegar la fluctuación adversa para el valor de la moneda, sin que se logre mantener ese valor. Eso pasó el año precedente cuando la moneda inglesa, todavía legalmente dentro del patrón oro, tenía un valor que no armonizaba con el real; y eso ha ocurrido ahora, porque el nivel a que se había ido sosteniendo la libra desde hace algunos meses, y que exigió al principio grandes compras de moneda extranjera para que no subiera, ha resultado insostenible ante una fluctuación adversa de particular intensidad y duración.

Varios factores parecen haberse juntado para determinarla. En primer lugar, la época adversa; el Otoño es el período malo para la balanza de pagos inglesa; no es una casualidad que hayan coincidido en la época con un mes de diferencia, los dos grandes declives de la moneda inglesa. En segundo lugar, que la introducción del proteccionismo no ha mejorado la situación de la balanza comercial inglesa; antes bien la ha empeorado, pues si han disminuído notablemente las importaciones, en mayor cuantía han bajado las exportaciones, de suerte que las medidas arancelarias han resultado de una eficacia ilusoria, mucho más si se considera que el perjuicio que ello ha traído a las relaciones comerciales del mundo ha recaído en gran parte sobre la economía inglesa, especialmente sobre el tráfico marítimo cuyos ingresos forman una partida acreedora importante en la balanza de pagos británica. En tercer lugar, la conversión de la deuda inglesa de guerra ha hecho coincidir con una época mala el momento en que hay que reintegrar al extranjero una buena suma de los títulos no convertidos, que se calcula en más de 60 millones de libras. Los tenedores extranjeros se han vis

to estimulados a pedir el reintegro de sus títulos y su repatriación, a causa de los tipos bajos de interés en el mercado inglés, inferiores a los que podían obtener en sus respectivos países. El pago y transferencia de esa suma pendiente constituirá todavía durante algún tiempo una pesada carga que impedirá la reacción de la libra.

Los augurios sobre el porvenir han de ser por fuerza algo gratuitos. La interpretación más juiciosa que puede hacerse de lo sucedido es la de que las autoridades financieras inglesas han juzgado, por el rápido declive del fondo de intervención, que la cotización de la libra a que prácticamente se había estabilizado era insostenible, y antes de mermar seriamente la cuantía de ese fondo han creído conveniente dejar caer el valor de la libra a un nuevo tipo más acorde con las circunstancias del momento. Prueba de ello es que, una vez realizada la baja que se ha considerado prudente la intervención se ha reanudado para sostener la libra al nuevo tipo.

Lo que hace difícil prever el futuro de la libra es que hay una gran masa de opinión, incluso entre los dirigentes de la política, que juzga más importante restaurar la economía general del país y buscar la salida de la larga crisis, que sostener a un cierto tipo el valor de la moneda. Inglaterra ha pagado muy caro el intento de restablecer a todo trance el valor oro de la moneda, y no parece dispuesta a reincidir en el error después del escarmiento recibido. Los índices de la economía inglesa durante el año último acusan una detención en el movimiento depresivo, detención debida en parte principal sin duda al valor más armónico de su moneda en relación con los demás factores de su vida económica, pero no una tan franca mejoría que haga pensar en la llegada al punto de equilibrio. En estas condiciones es de esperar que, una vez consolidada una baja, la intervención se aplique más bien a mantenerla que a dejar reaccionar la moneda al alza, como ya se hizo en la primavera pasada. En suma que, si no son de esperar mayores bajas importantes, por motivos económicos, tampoco se puede confiar fundadamente en la reposición de las anteriores cotizaciones.

27 UCI. 1932

Servicio de Estudios.

3 NOV. 1932

## C r ó n i c a   s e m a n a l .

---

Como augurabamos en nuestra crónica pasada, la flojedad de la moneda inglesa sigue haciéndose sentir, y la intervención del mercado no ha bastado a impedir una nueva baja en la última semana. Todo hace presumir que esa debilidad de la libra ha de proseguir, al menos hasta fin de año, tanto a causa de la presión estacional (en el pasado año las cotizaciones más bajas fueron en Diciembre, con tipos que aún no han sido alcanzados en el presente año), como por motivo de los pagos al exterior que ha de realizar el Tesoro inglés antes de fin de año. ¿Hasta qué punto esa debilidad será contenida por la acción del fondo de equiparación del cambio? Esta es la mayor incógnita del problema, que depende de dos términos absolutamente desconocidos: la magnitud del remanente de ese fondo y el criterio de las autoridades encargadas de utilizarlo.

Del fondo se sabe que fué autorizado por 150 millones de £ y que luego se ha incrementado todavía en 25 millones, del "dollar exchange reserve". En la primavera hubo que absorber gran suma de moneda extranjera para impedir el alza inmoderada de la libra. Después se ha utilizado para sostener la libra contra especulaciones bajistas y suplir los déficits de la balanza comercial, logrando fijar prácticamente el cambio a 3'45 dólares hasta que hace dos semanas próximamente la tensión del cambio pareció excesiva a ese tipo y se dejó caer la libra a un nivel más tolerable, alcanzando el cambio más bajo de 3'26 el pasado jueves, del cual ha reaccionado un poco a fin de semana. ¿Qué queda de ese fondo? He aquí lo que nadie sabe, fuera de las personas encargadas de administrarlo.

Lo que ni aún éstas saben es cuál sea el tipo posible y deseable para la fijación del cambio de la libra, de modo que sean evitables nuevas perturbaciones.

No parece que en los medios económicos y financieros ingleses se considere con excesiva improbabilidad y temor la necesidad de permitir una nueva caída del cambio. Estos párrafos, tomados del último número de "The Statist" son sintomáticos: "muy bien pudiera la reciente debilidad de la libra ser un reflejo del relativo progreso de la deflación en los países de patrón oro. Si así fuese, debemos acostumbrarnos a considerar la posibilidad de nuevas bajas del cambio, a menos que nosotros prosigamos también la corriente de deflación."

Lo que no parece entrar en los propósitos, al menos de las autoridades económicas inglesas.

- 3 NOV. 1932

Servicio de Estudios.

La preparación de la Conferencia económica mundial, que habría de sentar las bases de la reconstrucción económica del mundo, no resulta empresa fácil. La comisión de peritos reunida estos días en Ginebra para acordar el programa de la Conferencia, declara, después de laboriosas discusiones (de que damos referencia más adelante), que no podrán fijar este programa antes de Enero, una vez que los puntos de vista ahora expuestos sean objeto de deliberación por los respectivos Gobiernos. Esto supone que la Conferencia, contra lo que se esperaba, no podrá reunirse antes de la primavera.

Realmente no es nada fácil la tarea que se le encomienda. En la consideración del problema actual del mundo no se ha llegado a aunar en grado suficiente las opiniones, para que una discusión de las discrepancias pueda resultar fructífera; las discrepancias comienzan sobre los mismos puntos fundamentales del problema. Para unos, el problema sería típicamente monetario y se podría resolver por medio de manejos adecuados en la circulación, manejos sobre los cuales hubiera un previo acuerdo de acción coordinada, a fin de evitar los desequilibrios internacionales resultantes de la actuación dispersa y acaso contradictoria. Para otros, la cuestión principal consistiría en libertar al comercio de las trabas con que gradualmente se le ha ido obstaculizando, trabas nacidas evidentemente del anhelo que cada país ha sentido de aliviar los males que en sus economías o en sus monedas determinaba la crisis, y que, en vez de mejorar la situación, no han hecho más que agravarla, sin que por eso cada nación independientemente deje de apretar los tornillos un poco más de día en día por medio de contingentaciones, derechos aduaneros, restricciones monetarias y medidas proteccionistas de todo linaje. Para un tercer grupo de opinantes, el problema previo que hay que resolver, es el de las reparaciones y las deudas que imponen una carga insoportable en las balanzas de pagos, la cual desorganiza la normalidad de las relaciones comerciales. No faltan quienes, ante la restricción en las inversiones industriales, motivo inmediato de que la producción no se expande y se mitigue el paro, piensa en la necesidad de medidas políticas de seguridad contra los conflictos internacionales, sociales y políticos, ante cuyo peligro el capital se muestra reacio a comprometerse en las tareas productivas. Un sector de opinión que tiene también portavoces de primera fila es el de los que entienden que el actual desarreglo del mundo nace del excesivo progreso técnico que ha desorganizado la producción, al someterla a una evolución demasiado precipitada y violenta. Añádase, en fin, la tesis del exceso de población que otros sostienen, y tantas otras como surgen a cada paso con infinitas modalidades, y se comprenderá cuán difícil es abrirse camino, entre tal prolijidad de pareceres dispares y a veces contradictorios, hacia soluciones concretas, prácticas y de eficacia inmediata como exige un problema de naturaleza tan apremiante. Si a todo esto se une el veto opuesto por cada país a que se traten ciertos asuntos que particularmente los afecta y sobre los cuáles no quieren admitir discusión, se comprenderá cuántas dificultades se oponen a la labor de los técnicos en un problema que en realidad no ha salido todavía de manos de los investigadores en condiciones de laboración técnica.

Servicio de Estudios.

10 NOV. 1932

Los síntomas de mejora en la situación económica - dentro de las naturales irregularidades que comporta un hecho tan complejo como la coyuntura económica - parecen consolidarse en un sentido favorable, especialmente en los países que suelen dar la nota inicial en los movimientos cíclicos: Norteamérica e Inglaterra. Manifiéstase en el primer país un aumento de producción industrial. El índice de producción fabril, corregido por las variaciones estacionales, da para los últimos meses las siguientes cifras:

	1932	1931
Mayo	58	
Junio	58	
Julio	57	
Agosto	59	
Setiembre	65	77
	(1923-25 = 100)	

Aunque lejos todavía de los volúmenes de un período normal, la tendencia a la mejora es franca durante el último mes que ha sido objeto de elaboración estadística. Las impresiones que llegan de las últimas semanas revelan todavía una acentuación de este movimiento en algunas industrias básicas, como la siderúrgica. Los índices bursátiles también siguen un movimiento que, dentro de su carácter fluctuante, revela en general una manifiesta tendencia alcista.

En Inglaterra los síntomas son más francos: el número de desocupados ha disminuído en 100.000 durante el mes de octubre, dato tanto más significativo cuanto que no es el otoño un período que ofrezca normalmente variación estacional favorable. Las últimas estadísticas inglesas del comercio exterior también acusan un considerable aumento de exportación e importación muy superior al estacional. He aquí los datos:

		<u>Importaciones</u>	<u>Exportaciones</u>	<u>Reexportac.</u>	<u>Total exportac.</u>
Octubre	32	60'8	30'4	3'7	34'1
Setbre.	32	54'3	26'2	2'9	29'1
Octubre	31	80'7	32'8	5'5	38'1
(millones de libras)					

Si se tiene en cuenta cuántos son los obstáculos que actualmente se oponen al tráfico internacional, no se puede menos de apreciar estas cifras como indicadoras de un movimiento de reviviscencia en los mercados internacionales, que, si sigue acentuándose, ha de ir repercutiendo en todo el mundo con tanta más rapidez en cada país cuanto mayor solidaridad una su mercado con el mercado internacional.

Si la próxima Conferencia económica mundial lograra remover algunas de las dificultades que obstaculizan el tráfico mundial, el movimiento podría recibir en la próxima primavera un notable impulso, aunque también en la posibilidad de conseguirlo desempeñará un gran papel el que, con la inversión de la coyuntura, vayan suavizándose las causas que han determinado el actual estado de cosas en el orden de las relaciones comerciales.

Servicio de Estudios.

17 NOV. 1932

Las fluctuaciones que está experimentando la libra han vuelto a situar en primera fila el asunto de la política monetaria inglesa. La flojedad que estos días manifiesta esa moneda se atribuye a las dificultades políticas que encuentra en los Estados Unidos - a pesar del ambiente favorable en los medios financieros - la concesión de la moratoria solicitada para el vencimiento del mes próximo que representa 95  $\frac{1}{2}$  millones de dólares que habrá que transferir de la Gran Bretaña a aquel país, suma capaz de desequilibrar la balanza de pagos de la gran nación insular en términos de causar una nueva debilitación del curso de su moneda.

Según las autorizadas opiniones - algunas de las cuales se han ido reflejando en los informes de esta oficina - no parece próximo el momento en que el Gobierno inglés se pronuncie por la estabilización. Con ocasión de la reunión en Ginebra de peritos de diversos países para preparar la Conferencia económica mundial - del resultado de cuyas deliberaciones se da un sumario más adelante - se ha exteriorizado otra vez la repugnancia con que los ingleses consideran todo compromiso de estabilización en un plazo perentorio. Tras el entusiasmo que despertó el retorno al oro y que llevó a un restablecimiento, sin duda prematuro, del antiguo valor intrínseco de la libra, y ante el fracaso del intento de mantenerse valor, se ha desarrollado y extendido la idea de que la libra de papel es un instrumento más manejable y más adecuado que la libra ahora para estos tiempos de inseguridad y de incertidumbre; en consecuencia, una vez desligada la libra del oro, hay que abstenerse de volver a enlazarla con él, hasta asegurarse de que ello no comportará un nuevo período de baja persistente de los precios interiores, de que tanto ha sufrido la economía inglesa, la economía inglesa y la de todo el mundo, pero más la inglesa, porque la deflación general de precios que a todos los países ha azotado, se ha producido allí después de la particular deflación mediante la cual se consiguió revalorizar la libra a su antiguo tipo aúreo.

Mas para poder garantizar que aquella baja no se reanudar<sup>á</sup> en lo futuro, necesitaríamos conocer las causas que la han determinado. No parece estar entre ellas, como algunos han creído, la carestía relativa del metal amarillo. Informes que se reproducen algunas páginas más adelante indican un aumento constante, intensificado durante los años recientes, en la producción del oro y en los "stocks" de los Bancos, en tanto que la producción industrial de mercancías iba disminuyendo en los principales países y bajaban los precios, tanto de las primeras materias como de los productos elaborados.

La característica de la crisis actual parece ser una acumulación extraordinaria de recursos alejados de la producción, acumulación debida a que, habiéndose restringido enormemente la aplicación industrial de ellos, a causa de las malas perspectivas de los negocios y de los temores acerca del futuro, los ahorros amontonándose a su ritmo normal, se han ido traduciendo en atesoramientos y en capitales flotantes en el mercado financiero. Esto explicaría dos cosas: Primera, que los precios hayan po-

dido seguir bajando, no obstante ser mayor que nunca la cantidad de oro aplicado a usos monetarios, puesto que el dinero iba, por el ahorro, sustrayéndose a la demanda y no volvía a ella por medio de una inversión productiva. Segunda, que esa gran masa de recursos flotantes en los mercados financieros del mundo, no teniendo más acicate que la especulación, viniese a constituir un elemento dotado de extremada movilidad y dispuesto a trasladarse fácilmente de unos países a otros, al incentivo de los mayores lucros, lo que ha tendido a desorganizar los mercados y a poner en peligro alternativamente todas las divisas, aun las al parecer más sólidas. Bajo el impulso de sus movimientos, los países, cuando no se han visto forzados a abandonar el oro, han tenido que crear tales restricciones que lo hacen totalmente ineficaz como medio de regulación.

Sin evitar la posibilidad de que este hecho se repita en circunstancias análogas, lo que no parece empresa fácil sin un gran transformo en los métodos actuales, la garantía a que los ingleses aspiran será siempre ilusoria.

Servicio de Estudios.

24 NOV. 1932

C r ó n i c a   s e m a n a l .

La atención del mundo financiero sigue dirigida hacia la cuestión del pago de las deudas de guerra y a las repercusiones que ello puede tener sobre la situación monetaria y que de hecho está ya teniendo sobre la libra y las monedas a ella ligadas. Se multiplican los augurios sobre un tema, en el cual todo pronóstico ha de tener un gran margen de incertidumbre.

Cualquiera que sea el juicio sobre la materia, una cosa parece evidente: Que las autoridades inglesas no están dispuestas a hacer grandes esfuerzos para el mantenimiento del valor externo de su moneda, esfuerzos que la opinión inglesa no apoyaría de muy buena gana.

Una de las características de la crisis actual es haber causado el divorcio entre los valores externos e internos de las monedas, no un divorcio transitorio y fugaz, sino una disparidad permanente, que hace imposible mantener a un tiempo la estabilidad del uno y del otro. Ante la opción la Gran Bretaña ha pasado de un extremo al opuesto. Tras varios años de lucha por mantener la estabilidad del valor externo, sin éxito al fin, ha optado por dirigir sus miras al mantenimiento de la estabilidad del valor interno, o sea con respecto a los precios de su mercado, procurando impedir la baja catastrófica que azotaba a su industria.

El mayor temor que pudo abrigar era que la depreciación externa acarrease la depreciación interna, el encarecimiento de la vida, que hubiese venido a crearle nuevos problemas. Pero ese temor se ha desvanecido bastante. Un año de experiencia le ha enseñado que la depreciación externa no implica necesariamente la interna. He aquí el curso que han seguido esos dos valores:

	<u>Coste de la vida.</u>	<u>Precios de alimentos por menor.</u>	<u>Precios por mayor de todos artículos.</u>	<u>Cotización de la libra s/Nueva York.</u>
1929 promedio	164	154	136'5	99'80
1930 promedio	157	143	119'5	99'91
1931 promedio	147	130	104'1	h.19/IX (99'86 desde " (75'91
1931 Oct.	146	130	104'4	79'91
Nov.	148	132	106'4	76'44
Dic.	147	131	105'8	69'29
1932 Enero.	147	131	105'8	70'50
Febrero.	146	129	105'3	71'04
Marzo.	144	126	104'6	74'57
Abril.	143	125	102'4	77'10
Mayo.	142	123	100'7	75'56
Junio.	143	125	98'1	74'98
Julio.	141	123	97'7	73'01
Agosto.	141	123	99'5	71'43
Septbre.	143	125	102'1	71'34
Octbre.	143	125	101'1	69'84

En un año en que la libra ha perdido un 30 % de su valor oro, el coste de la vida y los niveles de precios se han mantenido casi estacionarios, más bien con una ligera baja, pero la caída vertiginosa de los precios, que caracterizó los años anteriores, ha sido contenida. Esto es tanto más de tener en cuenta cuanto que Inglaterra vive de alimentos en su mayoría importados, y que en el intervalo que se considera se han introducido medidas proteccionistas que han tenido que causar el encarecimiento de algunos artículos. Es de notar también que en ese lapso los tipos de interés del dinero se han reducido considerablemente, como demuestra la siguiente comparación.

	Descuento oficial	Pagarés del Tesoro	Papel a 3 meses	Dinero a corto pl.	Dinero a la vista
Octubre 1931	6 %	5'452	5'26	4'61	4'47
" 1932	2 %	0'727	0'81	0'75	0'75

(Datos del Statistical Summary del Banco de Inglaterra)

Que todo esto se ha traducido en una mejora de la situación económica, lo demuestran los datos del paro y de los índices de producción, que han sido ya reproducidos en otros números de este sumario. Todo autoriza a pensar que - sin que pueda atribuírsele un deliberado propósito de depreciar exteriormente su moneda y aun alimentando el deseo de conseguir la estabilidad de hecho, como demuestra su fondo de regulación - la Gran Bretaña no hará grandes sacrificios por mantener la cotización de la libra, si las circunstancias externas (baja de los precios oro, pagos al exterior, medidas aduaneras, etc) imponen una mayor depreciación de la libra; no hará nada, sobre todo, si ello implica deflación de sus precios interiores.

La causa inmediata que ha determinado el divorcio entre los precios interiores y exteriores, así como la incapacidad del patrón oro para regular las relaciones internacionales - como habría ocurrido con cualquier otro patrón monetario en circunstancias parecidas - es la feroz agudización del proteccionismo en el preciso momento en que los pagos por indemnizaciones y deudas de guerra y la migración internacional de capitales flotantes imponían la necesidad de grandes transferencias de fondos.

Esas transferencias exigían correspondientes balanzas comerciales favorables a los países deudores y en contra de los acreedores. Mas como esto ha coincidido con la crisis, con una restricción general de la demanda, que ha creado en todas partes el problema de dar salida a la producción sobrante, y como consecuencia, con una natural reacción defensiva del mercado interior que ha dificultado las corrientes comerciales que se hubieran debido crear a favor del cumplimiento de esos pagos, resulta que los pagos solo pueden realizarse en oro, cosa imposible.

Como, en definitiva, es en mercancías como hay que satisfacer las deudas internacionales, tiende a crearse una situación tal de los precios relativos en los mercados, que compense el efecto de las dificultades mercantiles. Para que las mercancías puedan desplazarse mercantilmente de los países deudores a los países acreedores, será menester que los precios oro en los primeros sean tanto más bajos, con respecto a los que las mismas mer

cancias tienen en los mercados de los segundos, cuanto más dificultades aduaneras o de otro orden se imponen al tráfico y cuanto mayor sea la magnitud de las transferencias que haya necesidad de hacer. Esto tenía que acentuar en los países deudores la baja de precios determinada por la crisis general:

Solo había un recurso para sustraer a esa fatalidad: Que el país deudor no tuviese el mismo patrón monetario que el país acreedor. Con esa condición un país deudor puede conservar una estabilidad relativa de sus precios interiores, a pesar de la necesidad de hacer pagos extraordinarios al exterior y de toda suerte de dificultades comerciales, pero ello implica naturalmente que lo que antes se reflejaba en mayor desnivel de precios, ahora se refleje en mayor depreciación de la moneda del país deudor. Para el efecto de poder exportar y restringir la importación, lo mismo da un desnivel grande de precios entre los dos mercados; que el que la moneda del país cuya balanza de pagos se ha de ver favorecida, sufra una gran depreciación en el cambio.

Traducido en un caso práctico de actualidad, tenemos que, si Francia e Inglaterra llegan al caso de tener que hacer sus pagos a los Estados Unidos, en el primer país se traducirá ello por una baja de precios, que aumentará la crisis y; en el segundo, por una depreciación de la libra para conservar los precios interiores estacionarios.

Servicio de Estudios:

- 1 DIC. 1932

- 8 DIC. 1932

C r ó n i c a   s e m a n a l .

Se reproducen a continuación las dos notas de Inglaterra y Francia al Gobierno norteamericano sobre el asunto de las deudas, documentos del mayor interés para apreciar la posición de los respectivos países. La de la Gran Bretaña, más detallada, expone particularmente los argumentos económicos, en algunas ocasiones con gran acierto. Alega particularmente la diferencia de valor en mercancías del dinero entre el momento en que fueron hechos los préstamos y en la actualidad, el efecto que sobre los pagos han tenido las tarifas aduaneras americanas, el hecho de que el importe de los préstamos fué empleado íntegramente en mercancías norteamericanas, el que en sus cuatro quintos aquél dinero fué a su vez represtado por Inglaterra a otros aliados que no lo han restituido; expone los efectos que cabe esperar de la readaptación de los pagos en los momentos actuales, que han de ser la continuación y agravación de la crisis. Ultimamente, aduce la imposibilidad de hacer el pago en otra cosa que en oro, lo cual conduciría a empeorar la situación de Inglaterra como centro financiero, con perjuicio para toda la vida económica del mundo. La nota francesa, más breve, es de un carácter más diplomático. A la primera se le ha imputado el que, siendo una exposición muy objetiva y precisa del problema, es poco propicia para inducir al Congreso norteamericano, que es el verdadero obstáculo para una solución favorable, a cambiar de parecer. De todos modos, no es de esperar un resultado acorde con los deseos de los países deudores. Aparte de la mala situación presupuestaria y económica de los Estados Unidos, las retiradas por Francia del oro allí depositado, el hecho de que esta nación posea las mayores reservas de metal amarillo, han suscitado la animosidad contra Francia, y aunque Inglaterra goce de mayores simpatías, la solución habrá de ser la misma por razones obvias.

Si, como es de suponer, el aplazamiento del pago se rehusa, las opiniones autorizadas inglesas se pronuncian por el cumplimiento estricto del compromiso contraído y, según lo que se deduce de los pasajes finales de la nota inglesa, el pago se haría en oro, lo cual producirá de momento menos trastorno en el cambio de la libra, pero creará más dificultades monetarias interiores. Sin embargo, hay que tener en cuenta que el mecanismo bancario y monetario inglés muestra una gran solidez y una perfecta organización; recientemente se ha realizado, sin perturbación ninguna sensible, salvo un ligero encarecimiento del precio del dinero, una de las operaciones financieras internas de mayor envergadura que jamás se haya realizado: el pago en un sólo día de más de 700 millones de libras para liquidar los resultados de la operación de conversión de deudas de guerra. Más delicada será la posición de Francia para hacer el pago, por tener que maniobrar de modo que se mantenga la paridad de su moneda con el dólar, dentro de los debidos límites, pues otra cosa supondría el abandono del patrón oro.

C R Ó N I C A   S E M A N A L.

---

Hoy vence el plazo de las deudas de guerra a los Estados Unidos, que a tantas disquisiciones ha dado lugar. Inglaterra ha decidido pagar en oro, con reservas que Norteamérica cortésmente rechaza (véanse los documentos más adelante), y probablemente ese oro quedará en Londres por cuenta de los Estados Unidos. Como se sabe, Francia ha rechazado, por una decisión del Parlamento, atender a su correspondiente plazo. Las consecuencias que ello pueda traer en las relaciones internacionales son imprevisibles. Lo que, en el orden económico, se ha manifestado desde luego ha sido un mejoramiento de la posición internacional de la libra, y una caída del franco por debajo de los linderos del gold point. Pero esto no puede interpretarse sino como efecto de una reacción sentimental; los reales efectos de los factores económicos profundos no podrán manifestarse hasta más adelante, acaso complicándose con los que originen las represalias a que el hecho pudiera dar lugar en el orden de las relaciones comerciales y financieras.

--

En el mensaje del Presidente Hoover al Congreso norteamericano se prevé la recaudación de los plazos por Deudas de guerra tanto durante el año financiero actual hasta mediados de 1933 (268 millones), como en el ejercicio siguiente de 1933/34 (328 millones). Aun así, se prevé un déficit de 1.146 millones de dólares para el ejercicio corriente, que se espera reducir para el próximo a 307 millones, por medio de nuevos impuestos y economías. El nuevo impuesto propuesto por el Presidente consistiría en una tasa de  $2 \frac{1}{2} \%$  aplicable a todos los productos excepto los alimentos, lo que se espera que produciría 355 millones. Las economías **habrían de consistir** en reducción de 11 % en los sueldos y disminución de 127 millones en los auxilios dados a los veteranos de la guerra. Estas dificultades de la Hacienda norteamericana desempeñarán un gran papel en las posibilidades de arreglo del problema de las deudas.

--

Es muy significativo para el estado actual de los problemas monetarios el acuerdo tomado por el Consejo del Banco de Pagos Internacionales en su última reunión. Ha decidido abandonar sus proposiciones de crear un nuevo sistema monetario basado en el oro hasta que el problema de las deudas haya llegado a una solución. Se reconoció que los bancos centrales carecen de medios para mantener la estabilidad monetaria mientras los Gobiernos sigan su actual política económica que llevaría al caos a cualquier sistema viejo o nuevo. Esta decisión de una entidad de tal importancia financiera - cuyo tesón en mantener la tesis de una estabilización de todas las monedas sobre la base oro es bien conocida - relega definitivamente el problema de instaurar el patrón oro con carácter general, a un futuro problemático.

CRÓNICA SEMANAL.

---

Según una estadística enviada a los Gobiernos por la Oficina Internacional del Trabajo, de Ginebra, con miras a la conferencia sobre la jornada de trabajo que ha de comenzar en Enero, el número de trabajadores desocupados se eleva actualmente en el mundo a 30 millones, lo que representa una pérdida anual de salarios equivalente a más de 100.000 millones de francos suizos (o sea de un cuarto de billon de pesetas a los cambios actuales). Si a esto se agregan los beneficios industriales que dejan de realizarse, las amortizaciones e intereses de capitales empleados en la industria que dejan de satisfacerse, los menores ingresos que para pequeños industriales, comerciantes, menestrales y asalariados, implica la falta de tráfico, no es aventurado suponer que esa cifra representa quizás la mitad de la merma de producción que el paro ocasiona. Ante tan ingentes cifras, suponen muy poco las de deudas y reparaciones y las de los déficits presupuestarios, con ser estos cuantiosos en relación con la magnitud de los presupuestos nacionales. Un medio de evitar este mal no sería pagado caro por la abolición de tales deudas ni aun a costa de concesiones mucho mayores en todos los ordenes, sobre todo si se tienen en cuenta los muchos peligros que se evitarían. Sin embargo, las cuestiones económicas internacionales están tan empequeñecidas por los recelos nacionales que es dudosa la eficacia de la futura Conferencia Internacional, en la que se pone excasa fé.

Más se confía en que la evolución natural de las cosas traiga, como otras veces, el alivio esperado. El sentido general de los índices económicos parecen señalar como vencido el punto culminante de la crisis, y si esto es así, técnicamente puede decirse que el organismo económico se halla en período de reposición, pero no hay que olvidar que de las diversas fases del ciclo industrial, la última o de reposición es la de duración más larga y de evolución más lenta; las pequeñas fluctuaciones y regresiones son frecuentes. Es también la de terminación más imprevisible, porque, según lo que la experiencia pasada nos enseña, la iniciación del auge no suele manifestarse francamente, sin algún acontecimiento fortuito de naturaleza extraeconómica que, estimulando súbitamente la demanda, sirva de embrión al movimiento ascendente de la producción.

Pero el alivio espontáneo de la enfermedad económica que ahora tiene un período de agudización, no quitará interés al estudio de los medios de evitar en lo futuro tan graves sacudidas - que el progreso intensifica y que cada día son más peligrosas para la estabilidad del sistema económico del mundo.

Servicio de Estudios.

22 DIC. 1932

## CRÓNICA SEMANAL.

---

El año que va a terminar se cierra con un saldo deudor efectivo y un crédito considerable de esperanzas. Y es ésta quizás la única ventaja que lleva sobre el anterior, a cuyo término no se vislumbraba ningún síntoma alentador en la persistente crisis que azotaba al mundo y ensombrecía su porvenir. Si nó una mejoría general, sí puede decirse que se acusa, sobre todo en la segunda mitad del año, un acentuado retardo en la precipitada caída. Todavía, sin embargo, el balance general manifiesta una baja general en los índices más significativos, pues las considerables bajas de la primera parte del año ni aun en los mejores casos se han visto neutralizados por las alzas posteriores, cuando las ha habido, en los síntomas favorables. Entre éstos, el más alentador que se observa es una baja muy considerable durante este año, de los tipos de interés en los grandes mercados financieros, efectó sin duda de haber cesado el atesoramiento que tan intensamente se acusó durante el año anterior y comienzos del que acaba, efecto también de las medidas de distensión financiera tomadas por diversos países especialmente por los Estados Unidos de Norteamérica y efecto también, desgraciadamente, del escaso estímulo a la inversión industrial de disponibilidades. Claro que los efectos beneficiosos de esa baja del tipo de capitalización sobre la coyuntura no podrán manifestarse intensamente mientras los márgenes industriales no superen a ese tipo, agregado del porcentaje de riesgo que a juicio de los poseedores de disponibilidades les compense suficientemente, y por ahora ni el alza de los precios ni la reducción de los costes autorizan a pensar en una mejora apreciable en este aspecto. Como la reducción del coste de la mano de obra ofrece grandes resistencias y la técnica parece haber dado de sí cuanto permiten los adelantos actuales, el agrandamiento del margen de beneficio no parece poder esperarse más que de súbitos aumentos de demanda nacidos de necesidades extraordinarias, que surgan de algún acontecimiento inesperado, o de descubrimientos que apcrten una revolución industrial aminorando los costes de producción e induciendo con ello a renovaciones importantes de material.

Los presupuestos estatales han acentuado en el año actual su déficit llegando a cifras que hubieran parecido fabulosas en otro tiempo. Han contribuído a ello dos hechos concomitantes determinados por la depresión: por una parte las fuentes impositivas han disminuído como consecuencia del menor volúmen de los negocios y su inferior rentabilidad: por otra, el paro y el desasosiego social han obligado a los Gobiernos a medidas dispendiosas de auxilio y de protección y han desarrollado el burocratismo, a favor del intervencionismo económico y de la falta de colocaciones privadas.

No obstante, algunos países, en particular Inglaterra han conseguido mediante enérgicas medidas enderezar su Hacienda y si no anular el déficit como se pretendía, al menos restringirlo enormemente.

Los Estados Unidos han conseguido dominar la crisis del crédito que ha hecho estragos en su banca, y se han efectuado con éxito por Inglaterra y por Francia dos de las operaciones más grandes de conversión de deudas que ha conocido el mundo. La situación comercial ha empeorado en cambio, por causa del aumento de las restricciones a la libertad de comercio, tanto desde el punto de vista de la circulación de las mercancías, como de la realización de los pagos, aunque se ha conseguido últimamente paliar algo la situación merced a convenios bilaterales que reducen el comercio internacional a la condición de la permuta. En este aspecto es de señalar la entrada definitiva de Inglaterra en la vía proteccionista, proteccionismo acentuado sobre todo después de la conferencia de Ottawa, no obstante la gran resistencia que ese régimen encuentra en muchos medios tradicionalmente librecambistas, incluso en el mismo Gobierno, lo que determinó la retirada de dos de sus ministros. Sigue la "congelación" de los créditos especialmente en la Europa Central, aunque con tendencia a irse liquidando la situación. Las Bolsas han experimentado en general una notable mejoría en su tono, pero no se vislumbra el momento en que vuelvan a estabilizarse las monedas que abandonaron el patrón oro. Por el contrario seis países lo han dejado legal o virtualmente en el presente año: Nueva Zelanda, Ecuador, Chile, Grecia, Siam y Perú. Sólo un país ha estabilizado legalmente en el mismo período: Persia, pero ha introducido poco después la intervención en el cambio de divisas; también han introducido durante el año actual esa intervención Costa-Rica, El Ecuador, Rumanía y El Japón.

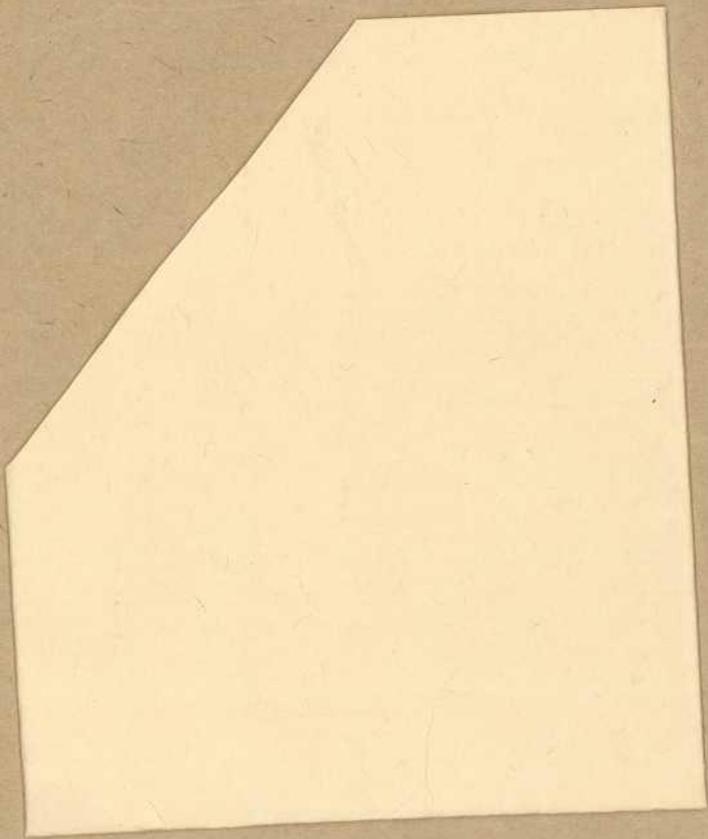
El año que acaba deja al venidero una difícil herencia: el arreglo de la cuestión de las deudas, que ofrece serias dificultades políticas por la especial situación de tránsito entre dos presidencias en que se encuentra la nación norteamericana, de tal modo que ni el actual Presidente puede comprometerse en negociaciones que podrán verse revocadas; ni el futuro Presidente quiere ver comprometida su política antes de tomar de hecho el poder. Esto hará acaso que se llegue a las proximidades del nuevo vencimiento sin un arreglo concluido, lo que será motivo de perturbaciones del mercado monetario, como los que se han observado recientemente.

Pero, fuera de esto, la impresión que domina actualmente en el mundo, incluso en los observatorios económicos más documentados, es de franco optimismo acerca del curso probable de las cosas en el año venidero.

Servicio de Estudios.

29 DIC. 1932







España.