

Bernácer Tormo, Germán, 1883-1965

**Colección de crónicas del Boletín semanal : año
1934 / Germán Bermácer Tormo.**

[Madrid] : Banco de España, Servicio de Estudios,
1934.

Signatura: D 6458

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

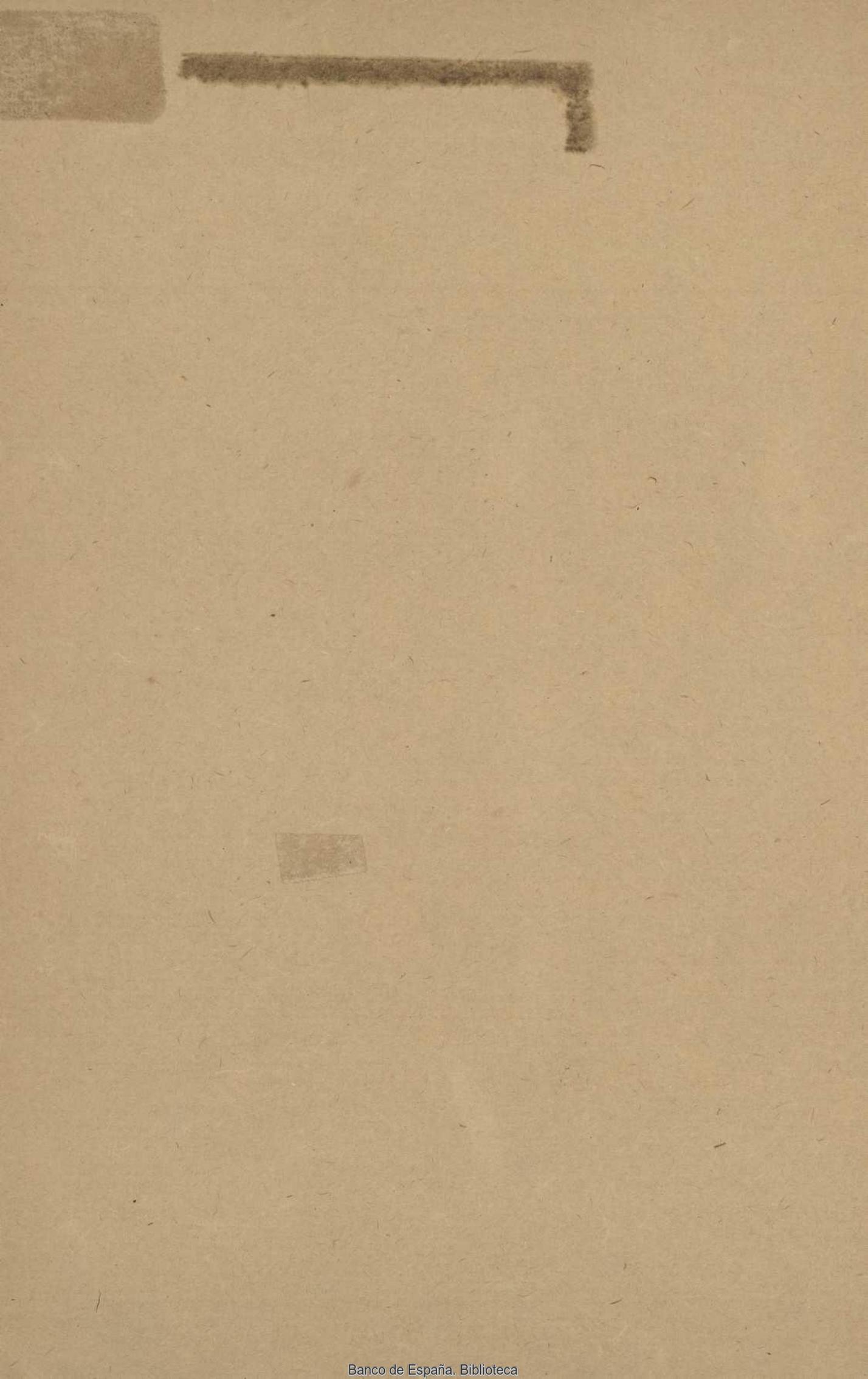
Se permite la utilización total o parcial de esta copia digital para fines sin ánimo de lucro siempre y cuando se cite la fuente

D-6458

97° 74

1974





Germán Bernácer Tormo

=====

COLECCION DE CRONICAS DEL BOLETIN SEMANAL

AÑO 1934

+++



1 000001 733883

D 6458

BANCO DE ESPAÑA
Servicio de Estudios

Gelehrte Beiträge

COLLECCION DE CRONICAS DEL BOLETIN SEMANAL

AÑO 1934

BANCO DE ESPAÑA
Servicio de Estudios

Nos quedaba por comentar el efecto que las anunciadas compras de plata en el mercado interior norteamericano tendrán en el orden monetario y en el orden coyuntural.

Nos parece indudable que en tanto se limite la medida a la absorción de la producción interior—y dando por supuesto naturalmente que se absorba toda la producción de los años futuros, por grande que sea su crecimiento sobre la actual, muy disminuída—el efecto monetario será muy pequeño, dado el escaso valor de esa producción en relación con la magnitud global de la circulación monetaria norteamericana.

No es de esperar tampoco que la medida aumente mucho la circulación real de la plata. La plata es una moneda incómoda por su excesivo peso—aun acuñándola a una talla muy superior a su valor real—y es muy difícil que el público la acepte, en lugar del papel, más que en las cantidades precisas para los pagos fraccionarios; lo regular será que, apenas puesta en circulación, acuda a las cajas de los Bancos para convertirse en billetes. En los atesoramientos privados es inverosímil que la moneda de plata reemplace a la de oro, tanto por su mayor volumen cuanto por su menor valor intrínseco, pues por lo menos la mitad de su valor será tan fiduciario como el del billete, en tanto no se consiga restaurar la antigua relación de 1/16 entre plata y oro. A menos de fiscalizaciones y penalidades contra el atesoramiento de oro—lo cual es contrario al funcionamiento normal de un verdadero sistema bimetalista—, no es de suponer que se logre aumentar la suma de plata en el mercado, de modo que la modificación monetaria va a reducirse de hecho a que los Bancos de emisión o el Tesoro almacenen en sus arcas una suma de plata que tendrá su equivalencia en un aumento de los billetes circulantes, absorbiendo como margen de acuñación la plusvalía variable que el pie monetario represente sobre la cotización efectiva del mercado. El importante excedente que el último decreto del Presidente Roosevelt concede sobre el margen actual no puede interpretarse sino como un subsidio al

productor americano con el fin de estimular la producción de plata y acallar las peticiones de los interesados en la producción de ese metal.

No cabe duda que el sistema ofrece para el porvenir un medio de ampliar la base del sistema monetario, agregando al oro un nuevo elemento que permita atender—sobre una base material—a las necesidades naturales de ampliar la circulación, lo cual tiene importancia para los futuros momentos de coyuntura bajista, que pueden ser por lo menos retardados y acaso atenuados por la incorporación al sistema de este producto que ya tiene una vieja tradición monetaria, más antigua que la del oro mismo.

La causa de que el oro se uniera a la plata pasando del primitivo monometalismo plata al bimetalismo, fué la mayor comodidad del oro cuando el valor y el volumen de las transacciones había ido creciendo. La de que el oro imperase al fin como rey absoluto en el sistema monetario—evolución relativamente reciente—fué la dificultad de estabilizar la relación entre el oro y la plata. Esa dificultad no ha desaparecido; probablemente es mucho mayor ahora que lo era hace 60 años. Claro que la gran desconexión actual entre la relación legal y la real, ha sido efecto principal de la implantación del monometalismo oro, pero bastan pequeñas oscilaciones en la cotización relativa de ambos metales—imposibles seguramente de evitar dados los múltiples factores que intervienen en la producción y demanda de uno y de otro—para que el funcionamiento del sistema se desajuste causando aquellas perturbaciones de alternativas de huida del oro y de la plata, que fueron tan dañinas en el siglo pasado, y que desacreditaron al bimetalismo.

Los propugnadores del monometalismo oro reaccionaban con razón contra aquel estado de cosas, pero no tuvieron en cuenta que, al estrechar la base del sistema monetario reduciéndola al oro, contribuían a agudizar las influencias monetarias perjudiciales sobre el desarrollo de la fase adversa del ciclo económico.

Pesaban sobre ellos las teorías económicas en boga

en aquel entonces, según cuya concepción demasiado optimista importaba poco el nivel absoluto de los precios, puesto que la moneda, simple intermediario, no era el fin del cambio, que consistía definitivamente en el trueque de unas mercancías por otras. Si alguna inquietud podía surgir respecto al particular, bastaba a acallararla el enorme crecimiento que iba experimentando la producción de oro y que el descubrimiento de las minas del Rand llevó a su apogeo.

El reverso de esta visión optimista lo ofrece el considerar que, aunque lo que importa en definitiva es la permuta de unos bienes por otros y desde este punto de vista es indiferente el valor alto o bajo de la moneda, en el alza o baja de ese valor con respecto a las mercancías se producen desajustes de un efecto fatal sobre el desarrollo de la economía productiva. Y por otra parte, la moneda no sólo es un instrumento de cambio; es también un instrumento de ahorro, de préstamo, de capitalización, de compra-venta de otros bienes o valores que no son mercancías en el sentido corriente; y, en este proceso, las variaciones del valor de la moneda determinan otras perturbaciones no menos perniciosas, que vienen a sumarse a las anteriores agravándolas enormemente.

Que el retorno al bimetallismo vaya a ser solución de estos problemas, es más que dudoso, pero no lo parece mucho el que los atenuaría notablemente en lo sucesivo. Y ello tanto más, cuanto más se extendiera la base monetaria ampliándola a otros productos susceptibles de ser almacenados.

Lo que no es posible pensar es en volver al bimetallismo antiguo con la libre acuñación y circulación de uno y otro metal, y mucho menos de otros metales o materias a que se acordase extender la categoría de base monetaria. El porvenir es de la moneda papel: la moneda metálica ha de quedar reservada al uso como moneda de vellón, y a la regulación de los cambios internacionales.

Gracias a la difusión del billete se pueden salvar los inconvenientes de la circulación de la plata y del bimetallismo, uniéndolos a las ventajas del monometallismo. Como pa-

trón monetario libremente acuñable a un tipo fijo sólo quedaría un metal: el oro probablemente. La plata y cualquier otra sustancia que se acordara utilizar en este aspecto, sólo servirían para ampliar la base del sistema pero adquiriéndolas al precio del mercado, esto es, a cambio de una cantidad variable de unidades monetarias en billetes, lo cual viene a equivaler a que el Estado o el Banco emisor recogiera y almacenara en forma de acumulación metálica las diferencias resultantes, descargando así el mercado de esos excedentes que podrían traer fluctuaciones demasiado violentas. En este sentido va, a nuestro juicio, el camino que con su decreto inicia el Presidente Roosevelt.

Mas todo esto producirá sus efectos en el porvenir. Los que pueda tener en el presente la medida, mucho más mezquinos, requieren otra crónica.

Servicio de Estudios.

- 4 ENE. 1934

el precio a tipos remuneradores, por lo menos hay el estímulo a emplear los capitales así realizados en reproducir los stocks del susodicho producto. Y entonces ese dinero viene a distribuirse en nuevas rentas del trabajo y del capital, cuya función primordial es la subsistencia de sus prestadores, estimulando la demanda de los diversos artículos de uso y consumo sin detrimento de las acumulaciones de capital existente.

Esta es la función económica capital que el aumento de las garantías reales de la circulación tiene sobre la activación de la coyuntura. Su acción puede ser muy grande, aunque la causa original sea pequeña, porque al incrementarse cualquier producción, los beneficiarios de ella promueven demanda de toda clase de artículos, que alivia al mercado de las existencias superabundantes y estimula nuevas producciones, que a su vez engendran demandas en círculos cada vez más amplios, como los de las ondas que irradian de un punto central.

La elevación de la plata a la categoría de reserva monetaria - problema que a España interesa en sus aspectos teórico y práctico - es susceptible de introducir en la depresión económica un elemento de reanimación. Mas, en el caso particular que examinamos, los efectos serán nulos en el presente, porque el Decreto dado por el Presidente Roosevelt sólo proyecta sus efectos sobre el futuro, al no prescribir más que la adquisición de la plata de nueva producción. Las reacciones del mercado de plata, francamente bajistas después de la primera impresión especulativa, claramente denotan ese resultado.

¿Esa primera medida respecto de la plata tendrá una continuación, como en el caso de las compras de oro, a las que se asignó primero un carácter limitado a la producción nacional, para darles seguidamente, más en la letra que en la realidad, un alcance mundial?

De todos modos, la trascendencia de esta nueva medida de política monetaria con que cerraron el año los Estados Unidos, se reduce por ahora a las especulaciones que a base de ella pueden hacerse sobre lo porvenir: posible renacimiento del bimetallismo bajo nuevas formas, y desarrollos que acaso se le den con vista a que juegue un papel en la curación de la crisis actual.

Servicio de Estudios.

11 ENE. 1934

CRÓNICA SEMANAL

Para bien o para mal, es la acometividad norteamericana en cuestiones monetarias lo que ahora lleva a remolque al mundo económico. Todo se halla pendiente de lo que el Presidente Roosevelt haga, y lo que el Presidente Roosevelt está haciendo y se propone hacer es bastante importante para sujetar la atención del mundo durante muchos meses y para paralizar toda acción, en tanto no se toquen los resultados de las enérgicas y osadas disposiciones del gran dictador financiero que está mostrando ser el Presidente americano.

La baja artificial y deliberada de una moneda a casi la mitad de su valor en menos de un año, y de una moneda tan importante como el dólar, es un acontecimiento lo bastante original para que no se puedan conjeturar sus resultados mediante una analogía suficiente con sucesos pasados. Ahora el Presidente intenta, a lo que parece, una estabilización provisional a un tipo inferior a la depreciación conseguida en el cambio exterior del dólar, con el fin de consolidar y consagrar legalmente la devaluación alcanzada y al mismo tiempo poder aprovechar los grandes beneficios resultantes de la revaluación de las reservas de oro sobre la nueva paridad, para financiar - sin mayor gravamen del presupuesto - sus grandes proyectos de restauración de la economía.

Todo va a reducirse, como era de prever, a realizar una inflación, sólo que por un procedimiento inverso a los que hasta ahora habíamos podido observar. Los procesos de devaluación monetaria son cosa muy corriente en la historia; hasta puede decirse que son el proceso normal en los anales monetarios, pues, como se sabe, casi todas las unidades monetarias actuales, libra, marco, franco, etc., fueron en su origen libras de plata, algunas todavía conservan el nombre de las unidades de peso de que proceden. Para haber llegado a la depreciación actual en relación con la plata, a pesar de lo que la plata misma se ha depreciado, han sido requeridas muchas devaluaciones sucesivas. Pero antes de ahora todas las devaluaciones han venido en vir-

tud de una inflación previa, promovida porque las necesidades de las finanzas públicas obligaron, antiguamente, a ir rebajando el peso y la ley de las unidades monetarias, como expediente para procurarse mayor suma de recursos para los dispendios extraordinarios que los ingresos corrientes del impuesto y las rentas públicas no bastaban a cubrir; y modernamente, a emitir papel o moneda en general de valor intrínseco inferior al representativo, para obtener el mismo resultado. Como consecuencia venía el alza de los precios y la depreciación de la moneda respecto a su antigua paridad metálica.

En el experimento norteamericano el proceso ha sido inverso. Lo que se quería no era cubrir un déficit de la Hacienda, que, aunque existía, el crédito público norteamericano podía saldar con holgura; lo que se quería era producir un alza de precios que, en otras ocasiones, resultaba como una consecuencia fatal y desagradable de la creación artificiosa de poder de demanda supletorio. Para este fin se ha forzado por todos los medios - algunas veces con más empeño que eficacia - la baja de la moneda, confiando en que esa baja traería automáticamente al alza suspirada de los precios que habría de restablecer la marcha de los negocios. La baja del dólar se ha conseguido en gran medida, pero sin que ello afectase en el mismo grado al alza de los precios, y sin que la circulación monetaria se incrementase sensiblemente.

Se decía, pues: no hay inflación. En rigor no la había, no la hay hasta el momento. Pero todo lo que se ha hecho carecería de sentido, si la inflación correspondiente no se produjera al fin. Si los precios no han subido en la medida que se quería y se esperaba, es porque en realidad hasta ahora no se ha aumentado el volumen de la demanda, no se ha creado poder de demanda nuevo (no lo era la moneda puesta en circulación mediante compra de valores públicos). Es ahora cuando, mediante la revalorización del oro, van a surgir entre 2 y 3.000 millones de dólares nuevos que - si se usan en crear demanda, no en comprar antiguas deudas, sino en inversiones reales, en subsidios, en compra de oro, etc.- producirán el alza de precios, que cerrará el ciclo iniciado con la desvinculación entre el dólar y el oro. El resultado final será el mismo: alza de los precios, menor valor legal de la moneda,

mayor suma nominal de medio circulante, inflación en fin; pero realizada por un proceso inverso a aquel de que, en presente, teníamos una dilatada y profusa experiencia.

Servicio de Estudios

28 ENE. 1934

C r ó n i c a s e m a n a l .

Las propuestas hechas por el Presidente americano a la Cámara de Representantes, y aceptadas ya por ésta, aclaran considerablemente la situación y los planes futuros que en el orden monetario abrigan los dirigentes de la política económica de aquel país, y permitirá, a las demás naciones a quienes ella afecte más directamente, orientar la suya propia.

En primer lugar se consolida una depreciación del 40 por 100 en el valor del dólar. Toda esperanza que se pudiera abrigar de que la caída de la moneda americana se contuviese y, en contradel deseo del mismo Gobierno de los Estados Unidos, viniera a reponer en parte su valor—bajo el impulso de una balanza de pagos favorable, y que todavía puede verse más favorecida de un momento a otro por la repatriación de capitales—queda definitivamente desvanecida. El dólar americano no valdrá ya nunca más del 60 por 100 de su valor legal hasta hoy.

Claro que esto podría no tener más importancia que la de una declaración legal, cuyo escaso valor en economía sabemos por experiencia. La fijación del valor del oro hecha por los Estados Unidos a tipos cada vez más bajos, pronto dejó de surtir efecto en el mercado, y el valor oro del dólar—o el valor en dólares del oro, que es lo mismo—evolucionaba independientemente de las fijaciones hechas por el Gobierno yankee, porque sobre estas fijaciones estaba la situación en el mercado de divisas, favorable a Norteamérica, y contra ello no poseía aquel Gobierno el único medio eficaz de actuar y hacer efectivas tales fijaciones, que era comprar al precio fijado todo el oro que se ofreciera a ese tipo o a tipo inferior. Ahora ya no es lo mismo. Uno de los resultados de las medidas adoptadas—y probablemente el obtenerlo fué el objetivo de la propuesta de ellas—ha sido procurarse un fondo con que comprar oro en las cantidades necesarias para hacer efectivo el precio que se determine. La reducción en el 40 por 100 del valor oro del dólar permite aumentar en el 66 por 100 el número de dólares plenamente respal-

dados por metal amarillo que se pueden poner en circulación con las reservas norteamericanas actuales. Esos dólares supletorios se los reserva el Estado, y la mayor parte de ellos van a ser utilizados en mantener la divisa en el valor oro que deliberadamente se fije.

Ese valor es por ahora el 60 por 100 del antiguo, pero es de suponer que este sea un tipo transitoriamente elegido para hacer la reevaluación de las reservas oro y utilizar parte del excedente en dar efectividad a esa depreciación que de otro modo resultaba puramente ilusoria. Se llegará probablemente a la devaluación del 50 por 100 fijada como límite máximo. Técnica-mente la cosa no ofrece ninguna dificultad, porque con la devaluación se crean los recursos precisos para hacer efectiva una mayor depreciación.

¿Por qué medio va a conseguir el Gobierno norteamericano esa efectividad? Lógicamente no hay más que uno. Por la apropiación de las reservas oro, entregando en cambio certificados oro al tipo de equivalencia antiguo, el erario se procura como beneficio al hacer la reevaluación un sobrante del 40 por 100 de la reserva, que podría vender para procurarse recursos, gastándolos en el interior del país, lo cual determinaría una inflación al estilo clásico, pues tendrían que emitirse más medios de pago sobre una reserva metálica nominalmente igual. Pero una inflación de este tipo resultaría en beneficio del comercio extranjero, pues la salida del oro vendido se reflejaría en la balanza de cuentas, por una afluencia de productos del exterior para satisfacer la mayor demanda promovida en el interior por los nuevos medios de pago.

La intención de los dirigentes de la política monetaria norteamericana no es ciertamente proceder así, sino a la inversa, imitando el estilo del fondo de nivelación de cambios inglés, que consiste en comprar oro para mantener la libra al tipo bajo que se estima conveniente.

En el caso del dólar esto será tanto más necesario cuanto que se ha elegido arbitrariamente y a priori un tipo que es evidentemente demasiado bajo, dada la posición relativa

de los precios en los Estados Unidos y en el resto del mundo, y la situación de la balanza de cuentas norteamericana con el exterior. Ya se ha visto en el período de tanteo previo que, a pesar de la franca tendencia bajista demostrada por las autoridades de los Estados Unidos, no se conseguía hacer efectivo un precio tan alto del oro como el que venían fijando. Para alcanzarlo habrá que comprar un gran excedente de saldos a favor de América, es decir, de divisas extranjeras, divisas que con toda premura se convertirán en oro que se importará.

En tanto los precios no suban en los Estados Unidos, la baja del dólar producirá un gran excedente de exportaciones que originará a su vez nuevos excedentes en el balance comercial, que habrá que absorber por compras de oro. Esto ejercerá un estímulo sobre las industrias de exportación y, por reflejo, sobre las demás, al incrementar también la demanda interior con los recursos que la reanimación de esas industrias de exportación esparza entre los consumidores. Esto es lo que ha ocurrido en la Gran Bretaña, y esto es lo que puede ocurrir en América.

Pero la política de elevación automática de los precios en el interior, de una manera sana y estable, al compás de la desvalorización externa del dólar, ésa puede considerarse fracasada. En el mundo moral como en el mundo material, las cosas han de venir por sus caminos naturales, y no por arte de encantamiento, y el camino natural de que los precios aumenten es que aumente la demanda. La baja del valor exterior de la moneda es un medio de que aumente la demanda, pero la demanda exterior. Para que ese aumento se refleje en el interior se requiere tiempo, y más en un país en el que el volumen relativo del comercio exterior es pequeño si lo comparamos con el del Reino Unido.

Y en el caso presente, todavía la acción será más lenta, porque los demás países se defenderán: unos, como Inglaterra, por la desvalorización de la libra a compás del dólar, y otros, como Francia, que persisten en mantener el patrón oro, por medidas arancelarias y contingencias. Aunque el drama monetario se desarrolla sin interrupción, todavía tardaremos algún tiempo en ver su desenlace.

Servicio de Estudios.

25 ENE. 1934

Nada más cierto que hemos entrado en el año actual en un estado de desorientación monetaria. Nadie sabe lo que va a pasar, y nos hallamos en período de honda crítica de nuestros regímenes monetarios.

Teóricamente la mayoría de los economistas y financieros - no todos - siguen conservando cierta adhesión romántica hacia el sistema del patrón oro, más que porque tenga un hondo arraigo (hay que tener en cuenta que su existencia hasta hoy ha sido relativamente breve y con notables lagunas en el tiempo y en el espacio), porque están recientes todavía los tiempos en que la ciencia económica lo recibió como un magnífico progreso cuyo elogio y prez llena las páginas de los libros de hace 50 años. Pero lo cierto es que las críticas surgen de todos lados y la impresión que dan los razonamientos de sus mismos partidarios es que constituye un sistema muy bueno mientras las cosas van bien, pero, en cuanto se tuercen, por una causa o por otra - la guerra, la crisis, las dificultades de la Hacienda pública - constituye un estorbo que hay que eliminar para conseguir restablecer el equilibrio. Esta es la mayor condenación que de él puede hacerse. Porque el postulado fundamental del patrón oro, como de todo régimen monetario que funcione en lo posible automáticamente, es que sea capaz de corregir, por su simple funcionamiento, las perturbaciones que, en relación con la medida de los valores, pudieran presentarse, cualquier que su origen fuese. Se apoyaba doctrinalmente en el valor de la teoría cuantitativa del dinero - que florece con Ricardo - y en el mecanismo del cambio internacional que, en combinación con la libre circulación del oro, había de regular en todos los países la circulación monetaria y los precios, determinando un perfecto equilibrio.

Pero la teoría cuantitativa está en quiebra, y la regulación del comercio por la libre circulación del oro se ha mostrado ineficaz, y casi todos los países han tenido que poner impedimentos. Verdad es que la teoría del patrón oro estaba lógicamente unida a la del libre cambio, con la cual formaba un cuerpo de doctrina solidario, y la libertad comercial, lejos de irse extendiendo como sus promotores, los economistas clásicos, esperaban, no ha hecho más que perder terreno de día en día, de suerte que has-

ta los mismos países, campeones tradicionales del libre cambio absoluto, se han visto llevados hacia el proteccionismo en los últimos tiempos, y a un proteccionismo que no es transitorio, sino que tiende a acentuarse.

Quizás esto podría servir de atenuante al fracaso del patrón oro, que no estaba concebido para un estado de cosas como el actual. Prácticamente, nos es indiferente que el patrón oro se haya mostrado ineficaz por defectos en su doctrina, como por circunstancias reales que no pudieron ser previstas por los que lo concibieron.

Lo que hay que reconocer como un hecho indubitable es que se ha roto ante los embates de una realidad incontrastable. Por otra parte, no debemos desconocer que, si la libertad comercial no ha hecho más que retroceder, a pesar de que todos reconocen lo dañinas que son económicamente las restricciones comerciales, que van ahogando las relaciones entre los pueblos, ha sido debido en gran parte a que el patrón oro dejaba sin defensa a las naciones contra la propagación del azote de las crisis. El patrón oro se ha mostrado un vehículo efficacísimo del virus de esa plaga de nuestro tiempo, y para defenderse contra los estragos de ella, cuando visiblemente venían de fuera, instintivamente se ha tendido a elevar la protección aduanera y, cuando ésta no ha bastado, a crear toda suerte de impedimentos a las mercancías extrañas. Hoy mismo puede verse que los países que se aferran más a la conservación del patrón oro, son aquellos mismos que se ven más obligados a dificultar con derechos, contingencias, etc., el paso por sus fronteras de los productos ajenos. En este sentido, puede decirse que el sistema del patrón oro ha contribuido grandemente a alejarnos del ideal del libre-cambio, y de este modo ha venido a ponerse en contradicción consigo mismo, pues ~~unánimemente~~ se reconoce que no puede funcionar en un régimen en que el comercio se encuentra atenazado.

Lo cierto es que el proceso del oro como moneda se halla abierto, y el juicio definitivo tardará todavía bastante tiempo en poder ser pronunciado. No se ve todavía el día en que las naciones que lo han abandonado vuelvan a él, y el día en

que lo hagan será el más crítico para las demás, si es que lo han conservado hasta entonces. Pasa ahora con el patrón oro un poco de lo que viene sucediendo desde mucho tiempo atrás con su doctrina hermana del libre-cambio. Son muchos los que comulgan en sus postulados teóricos, su superioridad fundamental es reconocida, pero nadie se decide a adoptarlo plenamente. Si el patrón oro se restablece algún día en el mundo, será con profundas transformaciones y limitaciones, que hasta hoy no hacen más que entreverse.

Servicio de Estudios.

- 1 FEB. 1934

La estabilización provisional de facto en el dólar se ha señalado por una apresurada carrera del oro hacia América. El hecho se ha recibido con cierta sorpresa en algunos círculos financieros, sorpresa poco explicable, porque ello es el resultado natural de la fijación artificial del precio del dólar, deliberadamente muy por debajo de su valor real. Antes de desligar el dólar del oro se hallaba supervalorado en el mercado internacional, y esta supervaloración se había ido produciendo, como en todos los países de patrón oro, a medida que el valor del metal había ido subiendo con relación a las mercaderías. Ello se resolvía en una desventaja para el comercio norteamericano, sobre todo con respecto a los países que no conservaban el patrón oro o que, aun conservándolo, tenían una moneda menos supervalorada. Sin embargo, no era esto lo que más molestaba a los Estados Unidos, por el volumen relativamente pequeño de su comercio exterior con relación al interior; lo que constituía el motivo principal de su preocupación, era la tendencia al alza en el valor interno de la moneda, esto es, a la baja de los precios, que los venía desarticulando cada día más de los costes e intensificando así la crisis enorme de su industria.

Tras muchos ensayos, primero iniciados por Hoover, seguidos luego por Roosevelt, con la mira de producir una inversión de esa tendencia deflacionista, se llegó a considerar como un obstáculo insuperable el patrón oro: se le suspendió, y se fué a la desvalorización artificial del dólar, con tendencia a darle un corte por la mitad. Actualmente se ha llegado a una baja de más del 40 % del antiguo valor. Pero a ese nuevo tipo el dólar resulta subvalorado en el mercado internacional. Dada la subida en mucha menor proporción que los precios internos han sufrido, la importación de productos y servicios en los EE.UU. se halla muy dificultada y favorecida la exportación de mercancías y servicios norteamericanos. Ya ocurría esto de algún tiempo a esta parte, de modo que el mercado está atiborrado de divisas a favor de la gran nación norteamericana, hasta el punto de que los bajos

tipos oro fijados al dólar no se pueden hacer efectivos, porque el mercado de cambios se halla desnivelado en favor de los americanos, y en cuanto se le deja libre, la cotización del dólar tiende a subir, pese a todas las perspectivas, que están en pro de una fijación legal todavía más baja del valor de la moneda americana. El único medio, pues, de salvar ese superávit que la balanza de cuentas de Norteamérica con el mundo presenta, es el saldarlo con envíos de oro, cosa para la cual hasta ahora no había posibilidad, porque la tenencia privada de oro se hallaba prohibida, y el Tesoro no estaba en condiciones de comprar, al precio que artificialmente establecía, el oro que se importase.

Creado el fondo de nivelación de cambios, a expensas de la revalorización del stock de oro, ya hay posibilidad de absorber en oro los excedentes de la balanza de cuentas, y el oro afluye en grandes masas a los Estados Unidos, donde encuentra un margen de beneficio, resultante de la diferencia que se produce entre el precio pagado por el oro en dólares, al tipo de 35 dólares por onza (que corresponde al cambio de 59'07 % de la antigua paridad), y lo que esos dólares valen en las demás monedas, a un cambio que es sensiblemente más elevado que el que corresponde a tal paridad. En el fondo el experimento norteamericano ha venido a parar en un expediente de viejo mercantilismo. Hacer afluir oro a cambio de mercancías y servicios nacionales para, de este modo, inflar la circulación y elevar la demanda en el país y, como consecuencia, los precios. Norteamérica, aunque no se lo proponga, va a la restauración de su economía apoyándose sobre los demás países y agravando la depresión que están sufriendo. Inglaterra y los países del bloque esterlina tienen en su mano el defenderse con las mismas armas, desvalorizando a compás su moneda. Ahora, la Gran Bretaña se halla verosímilmente a la expectativa de lo que ocurra en los Estados Unidos con los precios de los productos de exportación y de competencia, para llevar la cotización de la libra con el dólar a lo que la experiencia le indique que conviene al mantenimiento de un equilibrio favorable.

La cuestión más ardua es para los países que, teniendo el patrón oro, no han logrado poner sus costes en consonancia con los precios descendentes, pues la salida de oro determinará en

ellos la aceleración del proceso de baja. Y ello independientemente de que haya o no exportación de capitales. La exportación de capitales daría mayor volumen a la salida de oro y la haría más impresionante, pero la salida de oro que más daño hace a sus economías no es la de aquel oro que significa exportación de capital flotante (con ser perjudicial, porque encarece el precio del dinero y, por consiguiente, el coste de producción); la salida de oro más gravosa es la de aquél que sale a cambio de mercancías, es decir, para saldar el déficit del balance comercial, por ser la que tiende a deprimir más la situación comercial e industrial y a acrecentar el paro.

El único sistema de defensa que queda expedito a estos países es el de las medidas aduaneras y el uso de los contingentes. Pero este sistema resulta un paliativo ineficaz contra la tendencia al desequilibrio, porque si bien restringe las importaciones, indirectamente produce el mismo efecto sobre las exportaciones, de modo que, en definitiva, el desequilibrio subsiste y pesa sobre un volumen comercial menor; no aumenta en cifras absolutas, pero sí en las relativas.

El balance del Banco de Francia vuelve a acusar, en la última semana conocida, una pérdida de más de 100 millones de francos, y con toda probabilidad las pérdidas seguirán aumentando, a pesar de que están compensadas en parte por afluencia de oro de los demás países de patrón oro, de suerte que las pérdidas globales del bloque oro son mayores que las que acusa el Banco de Francia. La situación de estos países va a tender a empeorar económicamente cada día más y, con ello, a agravarse su situación política, tan delicada ya.

Servicio de Estudios.

- 8 FEB. 1934

producción. De este fenómeno social, con que hay que contar habitualmente en la evolución de los ciclos económicos, tenemos ahora ejemplos abundantes por doquier. Su influencia marcadamente adversa y diferentemente acentuada según la idiosincrasia de cada nación, determina variantes en la evolución inmediata que los simples indicadores estadísticos no permiten presagiar.

Servicio de Estudios.

14 FEB. 1934

El convenio sobre la plata, el único resultado práctico de la famosa Conferencia de Londres, se halla en peligro de naufragar con motivo precisamente de los propósitos que se atribuyen al Presidente Roosevelt de emplear recursos heroicos - de la naturaleza de aquéllos de que ya tenemos ejemplos variados - a fin de conseguir una rápida elevación del precio de la plata. Por lo pronto, la Asociación de Banqueros de Shanghai ha solicitado de su Ministro de Hacienda que difiera la ratificación del citado convenio, a fin de conservar las manos libres en el caso de que tales proyectos se confirmasen y la plata experimentase una súbita elevación de precio.

La China es, como se sabe, una de las piedras angulares del convenio, por cuanto es el mayor país que conserva todavía la plata como medio monetario; la no ratificación por su parte del tratado lo haría probablemente ineficaz, tratándose del principal país consumidor. Hay que tener en cuenta que hasta ahora sólo dos países, de los ocho que lo firman, han hecho su ratificación, los Estados Unidos y la India, y no faltan quienes opinan que en ello quede todo.

Y el caso es que una de las principales razones que se alegaban y se alegan para pedir la elevación del precio de la plata, antes y por encima de cualquier otro producto, es la conveniencia de aumentar la capacidad adquisitiva de los mercados de Oriente que siguen utilizándola como moneda. Pero esta razón es con toda probabilidad equivocada. La elevación del precio de la plata favorecerá a los países productores y, más limitadamente, a aquéllos que detentan grandes stocks de plata. A los países que son consumidores no puede más que perjudicarles. Y más que nada por ser consumidores a título monetario. Porque si la plata fuera utilizada por ellos como primera materia de alguna industria, su encarecimiento se limitaría a afectar a esa industria, y a las demás sólo en las limitadas repercusiones que las perturbaciones de esa industria pudiesen acarrearles. Pero desde el momento que la aplicación del metal es el utilizarlo como

moneda, su encarecimiento supone, en un plazo más o menos breve, la baja de precio en sus productos, que iniciaría una crisis general o agudizaría la ya existente, de semejante modo a lo que ha sucedido en los países de patrón oro por el encarecimiento de este metal.

La elevación de precio de la plata partiendo de los Estados Unidos - lo mismo que la fijación del precio del oro en dólares a un tipo 40 % más alto que el antiguo, ha causado una corriente de oro hacia América que amenaza el equilibrio económico tan inestable ya en los países de patrón oro - determinaría un aflujo del metal blanco hacia América con parecidas consecuencias para los países orientales.

Contra esta contingencia es contra la que, con bastante fundamento, se elevan los banqueros de Shanghai, haciendo temer que el convenio de Londres no llegue nunca a verse perfeccionado.

Servicio de Estudios.

- 1 MAR. 1934

Es un hecho a todos notorio que la mayor dificultad con que tropieza el ciclo económico para resurgir del punto álgido de su marasmo es el retraimiento del capital que, justificadamente, ante el fracaso de gran número de negocios y el débil rendimiento de la mayoría de ellos, rehuye salir al mercado a fomentar la producción, remediando el paro y estimulando la demanda de productos. Todos los países que han querido luchar contra la crisis se han preocupado de este obstáculo y muy particularmente los norteamericanos con los procedimientos expeditos que les son peculiares. A este objetivo responden principalmente dos proyectos que están agitando muy intensamente los medios bancarios y financieros de los Estados Unidos: el de seguro de cuentas corrientes y el de reglamentación de las operaciones de bolsa. Ambos tratan de atacar dos aspectos parciales del mal: el primero tiende a remediar la alarma sembrada entre los poseedores de ahorros por la crisis bancaria, que anuló una gran parte del ahorro disponible a consecuencia de la quiebra de un porcentaje considerable de Bancos. No sabemos la suerte que la experiencia reservará a este plan audaz cuyas principales dificultades consisten en que los siniestros se acumularán sistemáticamente en las épocas de depresión, y que el reparto uniforme de los riesgos será contrario a la selección que se debe operar entre los establecimientos bien dirigidos y los mal administrados.

El proyecto de reglamentación de las operaciones bursátiles **aspira**, como todas las regulaciones de esta clase, a restringir y castigar las operaciones de especulación, respetando las que tienden a regular las cotizaciones por compras y ventas efectivas. Con razón o sin ella se atribuyen a las grandes operaciones especulativas las súbitas y enormes alteraciones de los valores que reducen a la nada de la noche a la mañana las inversiones de muchos pequeños capitalistas. El deseo de dar seguridad a **esas** inversiones y, por consiguiente, inspirar confianza a los que en ellas colocan sus fondos, es muy laudable. Se corre, sin embargo, el peligro de entorpecer las operaciones legítimas, sin conseguir cerrar por completo el paso a las demás. Por otra parte, es muy probable que, al

restringir la especulación, se ataque al efecto y no a la causa. El evitar aquella especulación que es puro juego en que los grandes financieros están en posición ventajosa para realizar beneficios en detrimento del pequeño ahorro, ya es en sí un fin muy estimable, pero en cuanto a conseguir una mayor estabilidad de los valores de inversión, es muy de temer que su eficacia sea escasa, pues aunque las maniobras de la gran especulación perturben muchas veces el mercado en vez de regularlo, las fluctuaciones de fondo obedecen a causas íntimamente ligadas al mecanismo de los ciclos económicos que alteran la rentabilidad efectiva y los tipos relativos de rentabilidad de los valores, y con ello causan profundas fluctuaciones en valores en que el valor efectivo se basa principalmente en esa rentabilidad.

La gran polvareda levantada por este proyecto en Norteamérica no es debida a estas razones fundamentales, sino más bien al gran número de intereses que se sienten heridos por unas restricciones que mermarían considerablemente el negocio en las Bolsas norteamericanas en que la especulación pone un volumen extraordinario.

Servicio de Estudios.

- 8 MAR. 1934

del mercado financiero y de su propio negocio, que el empresario particular no alcanza, así como éste posee un conocimiento de su mercado propio, de sus exigencias y limitaciones, que no está al alcance del más limitado horizonte profesional del obrero.

Pero con ser esta idea de la culpabilidad del banquero en el desarrollo de las crisis muy superficial y simplista, no deja de alcanzar predicamento y ganar la conciencia de los políticos y a veces de ciertos economistas.

De aquí nace el afán reformista que, en el orden financiero y especialmente en el bancario, caracteriza los períodos de larga y profunda crisis, y que no podía faltar en la presente. Casi todos los países han introducido o se aprestan a introducir modificaciones en su sistema bancario con el fin de subsanar errores o deficiencias que han creído observar. Alemania ha modificado la ley de su Banco de emisión; los EE.UU., más en la realidad que en la Ley, han cambiado su régimen bancario profundamente, el Canadá se apresta a fundar un Banco centralizado que reemplace en las funciones monetarias a los que con independencia venían funcionando; Suecia, tras profundas modificaciones en sus leyes bancarias a raíz del asunto Kreuger, quiere crear un Banco industrial que reemplace a la Banca ordinaria en la amplia zona, a la que las restricciones introducidas por la reciente legislación no le permiten servir. La lista completa sería larga.

Es de temer que este afán reformista resulte en gran parte vano, apesar de su buena intención, porque atiende a un aspecto demasiado somero de las cosas. No cabe duda de que, cualquiera que sea el origen de la crisis, en el mecanismo bancario se revelan muchos de sus efectos, pero ello no quiere decir que sea allí donde tienen su origen, como no está en el revelador el de la imagen que aparece en la placa fotográfica.

No quiere esto decir que la Banca no pueda hacer mucho por paliar algunos males que se denotan en el desarrollo de la coyuntura, pero eso que puede hacer, y que tan sólo consiste en atenuar algunos efectos perjudiciales, no se ha de conseguir por la legislación principalmente, sino por el tacto, la medida, la intuición clara y la cultura económica de los hombres que ocupen los puestos directivos desde que se administra la procuración del crédito, y cuya responsabilidad moral es grande en este aspecto.

Servicio de Estudios.

15 MAR. 1934

C r ó n i c a s e m a n a l .

El marco alemán, el marco oficial y legal, o Reichsmark, experimenta estos días gran debilidad; las reservas áureas del Reichsbank han bajado alarmantemente de algún tiempo a esta parte, lo que ha determinado amenazas de mayores limitaciones en el pago de intereses, al menos de la parte pagada en marcos libres, y la baja consiguiente en las cotizaciones de los valores alemanes en el extranjero; los marcos bloqueados, las múltiples variedades de marcos bloqueados, pero especialmente los marcos inscritos ("registered marks") experimentan un aumento en su descuento, mayor estos días que el que habían alcanzado en bastante tiempo, todo lo cual parece marcar un momento de crisis para la moneda alemana.

Entre los múltiples expedientes y experimentos que las dificultades económicas y monetarias de la época han promovido, el subterfugio empleado por Alemania para salvar las dificultades, manteniendo teóricamente el valor del marco, es de los más curiosos. Los enemigos de Alemania la acusan poco menos que de organizar deliberadamente una gran estafa al mundo, como ya se dijo de aquella inflación desenfrenada de hace unos diez años, que anuló prácticamente el valor del antiguo marco. Pero en estas imputaciones hay un gran elemento pasional. Ni entonces ni ahora es justo probablemente hablar de un propósito voluntario, deliberado, de llegar a una insolvencia práctica. Entonces como ahora, Alemania obró impulsada fatalmente por factores de una fuerza incontrastable, acuciada por problemas angustiosos del momento, que no dejan opción fuera de una efectiva insolvencia que no puede hacerse más que encubrir en una u otra forma. Al fin y al cabo, no de otro modo se han visto impulsados los demás países a buscar, por medio de otros experimentos, solución a sus problemas más agudos, que, sin embargo, acaso ofrecían mayor amplitud para la decisión. Porque, en el caso de Alemania, la perentoriedad de los grandes pagos que hubo de hacer en los momentos en que las necesidades de su reconstitución eran más grandes, introducía un factor decisivo en su economía, que había de contribuir a su perturbación.

No es que los grandes pagos de postguerra hayan sido la causa de la crisis. Esta hipótesis se ha alegado y se está alegando constantemente por los economistas alemanes como razón poderosa para la supresión definitiva de las reparaciones de guerra. Pero esta opinión se halla influida indudablemente por el interés alemán; es una tesis más partidista que científica.

Pesadas eran las indemnizaciones impuestas por el tratado de paz, de las cuales son en gran parte derivaciones las grandes deudas exteriores que ahora gravitan sobre el Reich. Con todo, si hubiese continuado aquella falta de productos que se hizo sentir durante la guerra y en los primeros momentos de su terminación y que condujo a imponer en especie una parte de las reparaciones - reparaciones en especie que luego han sido un estorbo - las cosas se hubieran deslizado más fácilmente, y Alemania hubiera encontrado en las exportaciones por pagos un estímulo a su producción y un alivio a la crisis de la postguerra. No se debe olvidar que la anterior guerra franco-alemana fué seguida de una intensa crisis alemana que contrastaba con la rapidez con que Francia se repuso económicamente, efecto causado por el pago de la indemnización, que determinó una balanza comercial fuertemente favorable a Francia. Pero entonces nos encontrábamos en el período de relativo predominio de las ideas de libertad comercial.

La gravedad de los ingentes pagos que han seguido a la guerra, más que de los pagos mismos, ha provenido de no encontrar una forma hábil de hacerlos. Pagar ha de ser en definitiva para las naciones dar más productos que reciben. Pero cuando vino en la postguerra la inversión del ciclo y, en vez de la carestía de productos, empezaron a sentirse efectos de superproducción, de superabundancia de mercancías, y los países a tratar de evitarla por la defensa de sus mercados interiores, los productos hallaron obstáculos insuperables para ir de los países deudores a los países acreedores; y al verse impulsados a ello por el mecanismo financiero de los pagos, una presión extraordinaria se desarrollaba en el sentido de bajar los precios de las mercancías en los puntos de origen: en los países deudores, porque de otro modo no podían alcanzar el excedente de exportación necesario; y en los acreedores, porque para los deudores pagar era exportar sin importar; las divisas producidas por sus exportaciones las tenían que entre-

gar en la realización de los pagos y no quedaban disponibles para compras recíprocas.

No se puede decir que todo esto era un efecto puro y simple de los pagos internacionales. Los excedentes de producción son un fenómeno constante de la coyuntura adversa, y en todas las crisis se han observado. Y la defensa contra ella por medio de medidas aduaneras ha sido cosa de todos los tiempos. Lo grave ha sido en esta ocasión la interferencia de este hecho universal y constante con los enormes desequilibrios financieros originados por la liquidación de la guerra, a cuyos efectos ha sido más sensible ahora el mundo por la mayor facilidad y rapidez de comunicaciones y relaciones y los medios más eficaces de extender la producción. La reacción proteccionista y de nacionalismo económico ha sido proporcionada a la intensidad del peligro sentido, y ello no ha hecho sino aumentar las dificultades.

La repercusión había de ser fuertemente sentida en el mecanismo monetario, que es el instrumento de la distribución. Para que los productos pudieran seguir circulando, pese a todos los obstáculos, era menester que fueran depreciándose monetariamente. Pero esto constituía la agravación de la crisis interior de cada país y su debilitación económica tanto para pagar como para consumir productos ajenos. La otra disyuntiva a esto era que las monedas en que los productos se estimaban, se depreciaran a su vez, para que, no obstante el alto valor nominal de las mercancías, su valor oro fuese bajo y pudiesen salvar mercantilmente los obstáculos que se les oponían.

Alemania, en la primera ocasión, se dejó caer por la fácil pendiente que le ofrecía la desvaloración monetaria, tanto más fácil cuanto que una especulación ignorante le ofrecía por este medio la manera de obtener recursos que necesitaba imprescindiblemente para adquirir primeras materias y operar su reconstitución, claro que a costa de arruinar a sus rentistas y a quienes pusieron confianza en su moneda. Ahora, ante una situación parecida, ha ensayado el otro medio: la moratoria para los pagos (marcos bloqueados) y las exportaciones suplementarias para poder exportar sin ver caer sus precios y no obstante competir con los precios mundiales, mediante la creación de una moneda especial

de exportación, cuyo valor oscila independientemente del de la moneda oficial y puede adaptarse a las necesidades del mercado mundial, sin que la moneda interior y oficial se separe de su valor oro. La feliz combinación de ambos sistemas, aprovechando los marcos bloqueados para el pago parcial de las ventas, mediante su suministro a los exportadores a un precio variable con arreglo a la cotización dada por el mercado según el mecanismo habitual de toda moneda no estabilizada, constituye el procedimiento ingenioso de los "scrips", gracias al cual Alemania ha resuelto el problema de tener una moneda estable y poder vender en una moneda de valor fluctuante que se pliegue a las necesidades de su comercio exterior.

Mas en la actualidad la inflación latente producida por la política económica interior de lucha contra el paro, está causando un alza de los precios interiores que va en contra de la baja de los precios oro en el mundo, y esto ha de agudizar la crisis de su moneda, que no es posible prever si se resolverá por la caída del marco o por una acentuación de las restricciones y expedientes que hasta ahora ha venido empleando para eludirla.

Servicio de Estudios.

22 MAR. 1934

Francia se encuentra estos días empeñada en la ardua tarea que debió emprender hace ya tiempo si quería aportar una contribución positiva a su deseo de conservar invariable el valor oro del franco, la tarea que emprendió hace ya más de dos años Inglaterra - a pesar de que no quiso o no pudo mantener en su antiguo valor oro la libra esterlina - y que ahora empieza a darle sus frutos con el constante y firme avance de su economía hacia la recuperación, y con el espléndido superávit con que se va liquidando su ejercicio económico corriente.

Pero la labor de los hacendistas y político-economistas ingleses ha sido ayudada fuertemente por la desvalorización monetaria. Sin ella es muy dudoso que hubiesen logrado, pese a todos los esfuerzos, restablecer el equilibrio; por lo menos, el sacrificio hubiese tenido que ser muy penoso y largo, y no sabemos si el pueblo inglés lo hubiese resistido, no obstante su proverbial educación política y sobre todo su mayor flema, condición de carácter que le da sobre los pueblos meridionales una ventaja en este orden acaso más importante que la superioridad política, y no tan discutible.

La baja de la moneda, poniendo a la Gran Bretaña en mejor situación comercial en el mundo, ha permitido mantener unas ramas de su industria y hacer revivir otras, de suerte que al restablecimiento del presupuesto no han ayudado sólo las economías, sino los mayores ingresos resultantes de la restauración gradual de su economía totalitaria, que se ha operado no tanto gracias al reajuste presupuestario, como a pesar de él.

En efecto, no hay mas que estos dos medios perogrullescos de obtener la desaparición del déficit: aumentar los ingresos y disminuir los gastos. Lo primero puede hacerse más o menos habil y sabiamente, pero de cualquier modo que se haga, incrementa el gravamen que la economía pública ejerce sobre la privada: encarece la vida, los costes de producción. Lo segundo, la disminución de los gastos, podrá realizarse con un alto espíritu de justicia y buena administración, pero en el mejor de los casos no deja de sustraer a un gran número de consumidores parte de sus recursos; y esto, en una economía deprimida y que tiende a deprimirse cada vez más, en una economía cuyo signo coyuntural es la falta de demanda, el decli-

ve hacia la paralización, no puede tener otro resultado que agravar la depresión, si no se compensa de algún modo. Desgraciadamente, casi todos los modos de compensación implican el gasto de dineros públicos en labor de ayuda y auxilio, y por diestra y utilmente que ese auxilio se preste, el efecto será en gran parte opuesto al que se busca. Por ejemplo, un procedimiento de amparo contra la depresión de los negocios sería un importante plan de obras públicas. Algo de ello se está apuntando en Francia como un medio de paliar la agravación de la crisis industrial y mercantil que se espera de las economías. No cabe duda que esto resultará al fin necesario para atajar el marasmo de la industria y el paro obrero, acentuados por las repercusiones de la devaluación de las demás monedas. Lo que es dudoso es que ello no resulte a la postre tan incompatible con el mantenimiento del valor del franco como el déficit crónico que ahora se está tratando por vía quirúrgica.

Son cada día más los que opinan -- fuera de los publicistas franceses que si en el fondo temen también lo mismo procuran disimular sus aprensiones -- que será imposible para Francia realizar el equilibrio presupuestario manteniendo el franco a su valor actual.

Aparte las dificultades económicas bastante graves que ello entraña, hay la dificultad política que supone el descrédito que los últimos escándalos han lanzado sobre sus hombres políticos y sobre la propia estructura del Estado. Esta debilitación de la autoridad moral es grave cuando se trata de pedir sacrificios penosos a un país.

Servicio de Estudios.

11 ABR. 1934

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

.....

Uno tras otro, los países que conservan el patrón oro y aspiran a mantener intacto el valor de su moneda van comprendiendo la necesidad de tomar en serio la obra de realizar un ajuste de los precios y los costes, de todos los precios en suma, pues los costes no son al fin y al cabo sino los precios de las cosas que sirven para obtener los productos de utilidad directa.

Claro que esa obra de reajuste se estaba cumpliendo de todos modos: los precios iban bajando, y no cabe duda que al fin, pese a todas las resistencias, los precios de los elementos del coste habrían tenido que bajar también empujados por esta presión desinflatoria. Sólo que ese proceso de arriba abajo es sumamente doloroso, porque supone un estado de crisis persistente mientras el proceso dura, y el proceso tiende ahora a hacerse más lento, por la mayor resistencia que oponen las retribuciones fijas a seguir el compás que les marcan los demás elementos más directamente afectados. El precio de esta desinflación es la progresiva parálisis industrial, el aumento del paro, el crecimiento del déficit comercial y del déficit presupuestario, etc. Lo que se impone, para evitar esto, es el sustituir al proceso desde arriba un proceso a la inversa, una baja en los costes: salarios, intereses, etc., que permita bajar los precios de venta sin que resulte de ello un estado de irremunerabilidad en las industrias y la consiguiente paralización de las empresas de menor rentabilidad, y el marasmo en las nuevas inversiones productivas. Después de Francia es Italia la que inicia este camino un poco tardíamente, pues el trayecto que se ha de recorrer es largo para llegar a una compresión general de todas las retribuciones monetarias; la reducción en los sueldos y gastos públicos no es más que una primera etapa que por sí sola no alcanzaría ni aun al limitado objeto del equilibrio presupuestario, que es muy difícil de obtener tan sólo por medio de economías y sin que ayude el auge de los ingresos, auge que en el estado actual de penuria mal puede resultar de un refuerzo de las cuotas tributarias, que agravaría el problema; ha de venir de una reanimación previa de la productividad.

Como siempre, se tratará de explotar esta labor de reajuste que se impone a los pueblos, en favor o en contra de tal o cual régimen de Gobierno, según la varia opinión o pasión de cada cual, así las dificultades francesas se imputaran, por ejemplo, al parlamentarismo por unos, los de las finanzas italianas al fascismo que no logra realizar el bienestar y la abundancia en el país. Postura infecunda es esta de la crítica política, pues no se necesita mucha agudeza, sino limpieza de pasiones, para advertir que todos los países, cualquiera que sea su régimen político, van a remolque de una fatalidad económica que a todos hiere por igual y de que todos tratan de defenderse más que por el empleo de sistemas racionales, mediante medidas de urgencia inspiradas casi siempre en un empirismo de bajo vuelo.

En un artículo muy juicioso del Statist, que transcribimos más adelante, se juzga como muy probable, refiriéndose particularmente a Francia, que la labor emprendida resulte demasiado tardía para evitar una devaluación del franco, que el colaborador del Statist juzga casi inevitable. Casi lo mismo podría decirse de Italia, que tiene la agravante sobre Francia de que hizo una estabilización demasiado ambiciosa, fijando a la lira un valor superior al que las paridades del mercado indicaban como prudente, en tanto que el franco fué estabilizado al tipo de cambio del mercado en momentos en que el franco se hallaba infravaluado. Como consecuencia, Italia ha tenido que luchar con mayores dificultades al principio para sostener la lira, que en muchas ocasiones ha bajado bastante por debajo de lo que el franco juego del patrón oro hubiese exigido.

Por el contrario, hay en favor de Italia la circunstancia de que allí se ha operado una mayor contracción en los salarios nominales, (un 15 % aproximadamente respecto a 1928-29), aunque estos todavía acusan el promedio un poder adquisitivo superior en un 8 % al de entonces ('). La situación de la economía italiana en general parece haber mejorado bastante en estos últimos tiempos; especialmente se manifiesta una gran elevación en la producción

(') Utilizamos las estadísticas oficiales o semioficiales aceptadas por el "Barómetro Económico Italiano".

de acero, que es superior al nivel de 1928, año relativamente bueno, disminuyen las quiebras, mejora el paro, aunque éste es todavía importante, la cotización bursátil de los valores industriales se ha elevado notablemente. Pero el comercio interior y el exterior decrecen todavía, el déficit del balance comercial es considerable y va en aumento, y, en fin, el déficit del Tesoro es creciente, habiendo aumentado últimamente la deuda pública en proporción considerable.

Lo que ha de decidir la suerte de la lira y de la economía italiana, es el que se sostengan los síntomas favorables de reanimación de la coyuntura. Si las primeras medidas draconianas para restablecer el equilibrio presupuestario tienen por resultado matar la reanimación coyuntural iniciada, y que se sostiene un poco artificialmente con medidas que antes bien tienden a impedir la deflación, es casi seguro que haya que acudir con urgencia a una devaluación,

Lo que es indudable es que tanto en Francia como en Italia, como en los demás países que están en el mismo caso, el deseo de mantener el valor de la moneda, por las medidas que exige de ataque directo a las diversas clases e intereses sociales, medidas forzosamente impopulares, pondrá a prueba las respectivas instituciones políticas. Contrapuestas en la forma, estarán unidas en los mismos peligros y por idénticas causas.

Servicio de Estudios.

19 ABR. 1934

La crisis actual obedece a causas sobre que la ciencia económica parece todavía lejos de llegar a un acuerdo, aunque es innegable que las diversas opiniones y teorías, profundizando unas más y otras menos, van señalando cada vez más rasgos comunes que hacen presagiar **su** aproximación progresivamente mayor a la realidad objetiva que tratan de asir.

Uno de estos rasgos en que mayores coincidencias se dan, no sólo entre los mejores teorizantes, sino entre los técnicos de mayor experiencia práctica, es el reconocer que, sean unas u otras las causas profundas del desequilibrio, ese desequilibrio se nos manifiesta inmediatamente por una inadecuación entre el valor real de la moneda y las magnitudes que ha de medir. La unidad de valor se ha hecho demasiado grande, y los precios corrientes de las cosas computados en esa unidad resultan superiores al valor real que tienen, al precio que el mercado puede pagar por ellas. La cosa no tiene más que dos soluciones: o hacer más pequeños los precios nominales o hacer más pequeño el valor de la moneda. La primera es lo que se suele llamar la deflación o compresión de los precios: la segunda es la devaluación de la moneda.

Esta disyuntiva puede esquematizarse así: el valor, V , de una cosa es el producto de su precio nominal, p , por el valor, v , de la unidad monetaria. Ahora resulta que, en vez de ser $V = p \times v$, $V < p \times v$. Para volver de esta desigualdad a la igualdad primera p , o v , o ambos, han de reducirse.

Según las circunstancias, más de orden subjetivo que objetivo—atendiendo a razones en que han influido más casi siempre factores políticos o estados de opinión que los factores específicamente económicos—cada nación está escogiendo su sistema. Los países que se esfuerzan en mantener el valor de sus monedas hallan mayores dificultades y se empeñan en el combate de una reducción forzada de los precios, con éxito vario cuyo resultado final todavía se ha de ver. Aquellos otros países que por fuerza o por elección han seguido el otro camino han obtenido más inmediatos resultados.

El ejemplo más reciente es el de Checoeslovaquia, como se sabe, devaluó su moneda hace poco en una sexta parte justamente.

Los resultados no se han hecho esperar. La exportación de artículos manufacturados, que es la producción característica de Checoeslovaquia, acusa en Marzo un aumento notable: 144 millones de coronas sobre la del mes anterior y 125 sobre la de Marzo del año precedente. Tales aumentos son del orden de un 40 % y, si se mantienen, sus efectos sobre la economía checoeslovaca han de ser notables, estimulando la producción y reduciendo el paro. Ya las cifras de Marzo dan una reducción de 60.000 parados respecto a las de Febrero y casi de 90.000 de las de Marzo del año anterior, pero sobre esto hará falta ver si el proceso se mantiene.

Un indicio de que la actividad industrial crece, es que la importación de materias primas ha aumentado singularmente. He aquí las cifras en millones de coronas.

	<u>1933</u>	<u>1934</u>
Enero	178	201
Febrero	172	287
Marzo	222	316

Sin embargo, el balance comercial que era deficitario, ha pasado en Marzo a ser favorable a Checoeslovaquia. El superavit ha sido de 61 millones en Marzo, contra un déficit de 63 en el mes de Febrero.

Será interesante observar si estos resultados prosiguen y se desarrollan, porque ello puede ofrecer un ejemplo claro y bastante convincente, dado el modo tajante como ha realizado el país centro-europeo su devaluación, conservando su patrón oro y no complicándolo con otras medidas; antes bien librándose de algunas restricciones monetarias que constituían una obstrucción para el comercio.

Servicio de Estudios.

26 ABR. 1934

C r ó n i c a s e m a n a l .

La insolvencia alemana va en aumento. Los mismos empréstitos realizados para facilitar la financiación de los sucesivos planes elaborados para posibilitar a Alemania el pago de las reparaciones de guerra, y que hasta ahora se habían considerado intangibles, se hallan en peligro de verse sometidos también, como los otros débitos, a suspensión y rebaja de intereses, lo cual ha dado motivo a un apercibimiento por parte de Inglaterra a Alemania. Con este motivo y con el de los notables aumentos de gastos de guerra que las naciones aliadas juzgan contrarios a los tratados, la situación política de Europa se oscurece notablemente, después del fracaso de la tan llevada y traída Conferencia del desarme, fracaso que reduce la Sociedad de Naciones a un organismo totalmente ineficaz, tan inútil, a lo que parece, como la antigua diplomacia, para el fin primordial con que fué imaginado: la evitación de las guerras y del peso insoportable de la paz armada. Entre los muchos males que la guerra trajo, hubo de aportar algunas ilusiones que van desvaneciéndose. El malestar general que reina, sobre todo en el aspecto económico, hace que el ambiente actual del mundo sea mucho más sombrío nacional e internacionalmente, que lo era en las vísperas del gran conflicto de 1914.

Antes de esa época siquiera, los países estimaban altamente su crédito financiero y hacían los mayores sacrificios para salvaguardarlo. Su quebranto semejava a los rectores de los países como una de las mayores calamidades que pudiera caer sobre ellos, y sólo naciones de inferior categoría y de agitada vida política se permitían de vez en cuando recurrir a la bancarrota y al corte de cuentas. Después de la guerra el hecho se ha generalizado; lo que antes era insólito ha entrado en las costumbres. De ello se resentirá profundamente y quizás para siempre el crédito internacional.

No deja de ser éste uno de los elementos importantes, siquiera no esencial, que se han introducido en la marcha actual

del mundo económico y que desempeña su papel en la evolución del ciclo económico.

Anteriormente, el préstamo internacional, para los países fuertes financieramente y muy industrializados, constituía un medio de desahogo de su economía, mediante la exportación de capital y, con el capital, de grandes masas de artículos de producción nacional, puesto que toda exportación de capital se refleja en definitiva en un balance favorable de mercancías y servicios. Los países que recibían este excedente de procedencias extrañas no se sentían muy perjudicados, porque la afluencia de capital exótico estimulaba sus economías y les compensaba del daño que la invasión de material de producción extranjera les causase, y que no solía ser muy sentido, dada la escasa industrialización de esos países a la sazón, y dado que ese material se hallaba destinado en su mayor parte a la creación de nuevos medios de transporte o de producción que el país no elaboraba; en cambio, la afluencia de capital promovía la demanda interior de trabajo y de productos de producción y consumo interiores.

La falta de estímulo para la colocación de capitales en el exterior, dada la escasa seguridad que estas colocaciones ofrecen, más todavía que la relativa industrialización experimentada por los países deudores, han matado esta posibilidad, y la aparente superproducción resultante de la depresión actual se ve asfixiada totalmente dentro de cada país. La baja producción actual, las barreras aduaneras y otros obstáculos al comercio que han limitado las posibilidades de pago, que resultan agotadas por los intereses y amortización de las antiguas deudas, imposibilitando atender otras nuevas, ha dado un rudo golpe al mercado financiero internacional, que casi queda reducido a los movimientos especulativos de capitales a corto plazo que se mueven exclusivamente a impulso de los temores políticos o bajo el estímulo del agio provocado por la inestabilidad de los cambios, y cuyos efectos son más perturbadores que beneficiosos o siquiera aliviadores de la situación económica.

Este efecto perdurará con toda probabilidad largamente y no será una de las causas menos importantes de que las economías nacionales se replieguen sobre sí mismas, trazándose planes autárquicos o nacionalistas, que no han de favorecer la paz internacional.

Servicio de Estudios.

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

Los argentistas norteamericanos no dejan de agitar su pleito, y todo hace suponer que su tenacidad acabará por obtener algún resultado en favor de sus pretensiones. Nos parece muy probable que, de un modo o de otro, la plata vuelva a entrar en el sistema monetario, del que fué excluída con un poco de precipitación al ponerse de moda, durante el último cuarto del siglo pasado, el oro como módulo exclusivo de los valores. Los interesados en el pleito de la plata piden la amonedación de la plata con poder liberatorio igual al del oro y asignándole desde luego un valor legal fijo superior al valor efectivo actual, que les permitiría dar salida a sus existencias de plata a un precio invariable y muy conveniente para los actuales productores y poseedores de stocks. Pero hacer esto sería un error de molestas consecuencias, que imposibilitaría el volver a un patrón libre y de funcionamiento automático, ya que, al producirse alzas o bajas relativas en el precio de los dos metales, uno, el más barato con respecto a la relación legal, se acumularía en las cajas de los Bancos emisores, mientras el otro emigraría de ellas, como antes huía del mercado la moneda de oro o la de plata, según el metal que experimentase abaratamiento con respecto al otro. Volver a esto sería imprudente, porque sería introducir de nuevo una dificultad formal en el sistema, que ya tiene bastante con los que ofrece de carácter sustancial por la desconexión frecuente entre los precios de los diferentes artículos; primeras materias y productos, mano de obra y capital, salarios y coste de la vida, etc. y que tan agudamente se revelan en las crisis.

En cambio, sería interesante ampliar la base del sistema monetario introduciendo en ella un metal que siempre se consideró como moneda y que tiene en este aspecto una historia más antigua que la del oro. No se evitarían las fluctuaciones del valor de la moneda, porque, con toda probabilidad, éstas tienen causas más hondas que una escasez relativa del metal monetario, pero es indudable que al recaer las fluctuaciones sobre una masa mayor, esas fluctuaciones resultarían atenuadas probablemente, tanto en rapidez como en intensidad.

las fluctuaciones sobre una masa mayor, esas fluctuaciones resultarían atenuadas probablemente, tanto en rapidez como en intensidad. Pero ni la fijación de un valor invariable a la plata, que sería una pura ficción legal, ni su introducción efectiva en la circulación, nos parecen soluciones prácticas. La moneda de plata es demasiado incómoda y no volverá a circular de hecho más que como moneda divisionaria y de un valor intrínseco inferior al de cambio. Por lo demás, el oro mismo es muy improbable que vuelva a circular algún día como moneda corriente. Su función de hoy en adelante será exclusivamente nutrir las reservas de los Bancos, y el atesoramiento cuando se presente ocasión propicia para ello. El billete y la moneda divisionaria son los que han de tener en lo futuro el monopolio de la circulación, en cuanto no sean suplidos por el uso del cheque. Precisamente esta evolución de la moneda es lo que facilita la reintroducción de la plata en el sistema monetario. Bastaría que una Ley reconociese a los Bancos emisores el derecho a tenerla en sus reservas como respaldo de la emisión, bien en una proporción máxima, bien en cantidades ilimitadas (esto será pura cuestión a decidir).

Lo que resultaría no sólo inhábil, sino además injusto, es fijarle desde luego un valor muy superior al actual, porque ello sería proporcionar a los poseedores actuales un beneficio de revaloración, que justamente pertenece a la colectividad. Si no suele admitirse que los institutos emisores se lucren con los beneficios de reevaluación, mucho menos es admisible que lo hagan empresas privadas en que el Estado tiene menos participación tributaria.

La única solución viable sería la compra de la plata por los institutos centrales al precio del mercado o a un tipo ligeramente superior, emitiendo una suma de billetes correspondiente y promoviendo un aumento correlativo de la masa de créditos, cuando las circunstancias fuesen propicias. Claro que el hecho de dar esa salida a la plata que hoy pesa sobre los mercados, recbraaría favorablemente sobre el precio del metal, que se iría elevando a medida que el sistema se extendiese. De este modo habría que ir aumentando gradualmente el tipo de compra, y la revaluación de plata ya comprada anteriormente vendría a constituir un beneficio del Tesoro.

Lo curioso es que, así como en la evolución de las monedas se observa a menudo el retorno de lo que ya lo fué y había

pasado, en estas evolución de las modas monetarias las naciones que, como España, no se apresuraron a dejarse llevar de la ventolera del odio a la plata, que se desarrolló con el predominio del patrón oro, se encuentran ahora en la avanzada del momento actual, teniendo en vigor un sistema que probablemente se va a readoptar en el mundo. Se comprenderá, pues, cuán imprudente hubiera sido dejarse arrastrar - cuando todavía no hace mucho se proponía - por la moda trasnochada de desmonetizar la plata, pagando el Estado un fuerte daño de desmonetización, acaso para tener que readquirir el metal más tarde a precio más alevado, al pasar una manera de considerar las cosas que no tenía ningún fundamento serio.

Servicio de Estudios.

10 MAYO 1934

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

El problema de las deudas internacionales se ha vuelto a poner sobre el tapete de una manera brusca, aunque no inesperada, con la notificación del Presidente Roosevelt a Inglaterra de que no aceptará pagos simbólicos en el vencimiento del próximo Junio, y que cualquier cosa que no sea el pago íntegro del plazo de unos 15 millones de £ será considerado como incumplimiento de la deuda.

Decimos que no puede considerarse como inesperada esta recrudescencia de la vieja cuestión de las deudas, porque, desde que se anunció la liquidación del año económico inglés con un superavit de más de 30 millones de £, se venía señalando por los norteamericanos el contrasentido de ese excedente con el incumplimiento en los pagos convenidos, y hasta se hacía notar la coincidencia muy aproximada entre la cuantía de ese excedente y el de los pagos anuales que la Gran Bretaña tiene el compromiso de hacer a los Estados Unidos.

Se da, además, la circunstancia de que, a causa de la diferente y aun opuesta política de tratamiento de la depresión que siguen los dos países anglosajones (Inglaterra comprimiendo los gastos y saneando el presupuesto, en tanto que Norteamérica inaugura una política de grandes dispendios y auxilios a la industria en forma de obras públicas, subvenciones, etc.), la situación del erario inglés es cada día más desahogada - lo que ha permitido al Ministro de Hacienda inglés realizar diversas desgravaciones y restablecer los sueldos y las indemnizaciones de paro, que habían sido objeto de cortes - mientras que los Estados Unidos se ven cada día con un déficit mayor en su Hacienda y con aumentos crecientes de su deuda pública.

Claro que a esto pueden responder los ingleses - y se apresura a hacerlo su Prensa - que ello es resultado de su juiciosa política económica y de no haberse lanzado en arriesgadas aventuras financieras. Pero la fuerza del contraste no desaparece por ello. Los Estados Unidos tienen un crédito, que ya fué notablemente rebajado de mutuo acuerdo, y que tienen perfecto derecho a exi-

gir. Ellos proporcionaron su auxilio monetario a Inglaterra en momentos de apuro de ésta; justo es por parte de la nación británica devolver ese dinero, puesto que su situación le permite hacerlo en momentos en que el erario del país acreedor tiene sus apuros, por una causa u otra.

El argumento desde este punto de vista no tiene vuelta de hoja y les será muy difícil a los ingleses justificar una negativa de pago. Mas la cuestión tiene otro aspecto que merece considerarse. No es asunto que se puede tratar como una simple relación de deudor y acreedor entre dos particulares.

La dificultad del pago de las deudas ha nacido de la crisis, de la gran depresión productiva, aunque esa depresión se ha podido agravar subsiguientemente por efecto de la liquidación de las deudas, que ha echado sobre el mecanismo económico un difícil trabajo.

Con libertad de comercio y una situación próspera de la producción, no hubiera constituido el pago de las deudas, a pesar de su ingente magnitud, un problema insoluble ni mucho menos, como no hubo dificultad para hacer la transferencia inversa cuando esas deudas se contrajeron. Y no hubo dificultad, porque entonces los países prestatarios no era el dinero norteamericano lo que querían, sino los artículos que la industria americana les podía suministrar y que les eran indispensables para proseguir la guerra, mantener a sus poblaciones y, más tarde, hacer la reconstrucción de sus industrias y **reparar los estragos que la guerra dejó.**

Pero, luego, llegado el momento de cumplir los compromisos contraídos, surgió la crisis y con ella el fenómeno habitual en toda crisis de un excedente de productos sobre los mercados; y todos los países - los deudores lo mismo que los acreedores - se pusieron a la obra de defender sus mercados interiores de la invasión de productos extranjeros que en todas partes sobraban. Sin embargo, es bien sabido que una deuda internacional importante no puede pagarse más que con excedentes de exportación de los países deudores hacia los acreedores. El intento de seguir el pago de las deudas determinó una presión sobre los precios en los países deudores que impulsó a los precios a la baja, y a una baja mayor a medida que las demás naciones elevaban las barreras aduaneras, presión que tendía a hacer penetrar las mercancías en los países acreedores a pesar de todo, y que obligaba a éstos a exagerar de

día en día los obstáculos, sin lograr matar la competencia extranjera; al fin ni ellos mismos pudieron verse eximidos del proceso de baja, pues eran naciones fuertemente exportadoras cuyo nivel de precios no podía substraerse a la marcha mundial de los precios generales.

De tal modo, no sólo se ha venido a matar las corrientes comerciales, sino que se ha causado la desarticulación de precios que ha obligado a la mayoría de los países a renunciar al patrón oro, como les hubiera obligado a renunciar a cualquier otro patrón internacional, porque en realidad lo que necesitaban era romper la ligadura de sus precios con los del mercado mundial, para permitirles tener un nivel de precios interno en moneda propia, independiente del precio oro en el mercado mundial, y que no se relacionase con él más que a través del cambio exterior de su moneda, que, pudiendo variar libremente, constituía una especie de almohadillado contra las repercusiones de las bajas exteriores. Así los países que estaban desligados del oro o que se desligaron luego han podido conservar, a partir de ese momento, un nivel relativamente estable de precios, con sensible alivio de su situación económica.

Ahora mismo, si Inglaterra, ante las exigencias de los Estados Unidos, se decide a pagar, el problema económico comercial con el exterior se planteará en términos muy distintos de como se planteaba antes de dejar el patrón oro. La Gran Bretaña tendría que solicitar grandes sumas de dólares, lo cual deprimiría la cotización de la libra y favorecería la exportación inglesa; en cambio, los EE.UU. se encontrarían con un alza del dólar, que ellos tienen interés en conservar bajo para defender su mercado y a la vez fomentar su exportación, favoreciendo así la política de resurgimiento económico y de alza de los precios que el Presidente Roosevelt ha tomado como punto central de mira.

Servicio de Estudios.

17 MAYO 1934

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

El mercado financiero francés acusa, desde hace unas semanas, una mejora que no debe pasar desapercibida, y que se ha reflejado en una baja de los tipos de interés, manifestada en la posibilidad de reducir otra vez al $3 \frac{1}{2}$ el interés de los bonos de la Defensa Nacional, que en Marzo hubo de ser elevado al 4 %.

¿Cuál es la causa a que puede atribuirse esta evolución beneficiosa?. El balance del Banco de Francia nos suministra estos datos:

1934	Circulación de billetes	Cuentas corrientes	Reservas de oro	Cobertura oro
30 de Marzo	82.833	12.434	74.613	76,77
6 de Abril	82.311	12.388	74.807	77.39
13 de Abril	81.631	13.132	74.978	77.53
20 de Abril	80.997	13.558	75.131	77.77
27 de Abril	81.502	13.961	75.756	77.52
4 de Mayo	81.78	13.530	76.177	78.3
11 de Mayo	81.087	14.287	76.608	78.26

Se observa una reducción constante de la circulación al mismo tiempo que un aumento de los saldos de cuentas corrientes, casi correlativo, y un aumento también continuado del encaje oro. Este ha crecido en unos 2.000 millones (1.995 exactamente) en el mes y medio, aproximadamente, que comprenden los balances extractados. El aumento en cuentas corrientes es de 1.853 millones y la disminución de la circulación de 1.746 millones.

No sabemos la cantidad de aquel oro que puede proceder del exterior; probablemente muy poco, pues la posición de los cambios en estos últimos tiempos no ha sido favorable para que se hayan producido notables migraciones de oro. Lo más verosímil es que el aumento de oro en las Cajas del Banco proceda de atesoramientos en lingotes que existían, bien en Francia misma, bien depositados en el exterior y que, por estímulos patrióticos y en parte por el restablecimiento de confianza que las directrices

financieras y económicas del Gobierno nacional inspiran, van volviendo a las arcas del Banco. El oro devuelto al Banco, suponiendo que todo hubiera venido a depositarse para ser abonado en cuenta corriente, habría producido un aumento en esas cuentas de 1.955 millones. Como el aumento real tan sólo ha sido de 1.853, queda una diferencia de 142 millones que habría de haber sido retirada en billetes. Pero la circulación de estos últimos ha disminuído en 1.746 millones que, unidos a los 142, forman 1.888 millones más que, de un modo o de otro, han vuelto al Banco contrayendo la circulación, por lo menos la circulación aparente, puesto que una parte de esos billetes acaso se hallaban atesorados también y su circulación era más bien imaginaria.

Sin embargo, la mayor parte de esa suma no procede de atesoramientos, sino que obedece a una contracción del crédito comercial. La cartera de efectos que era a fines de Mayo de 6.431 millones, en el balance de Marzo sólo es de 4.841, es decir, acusa un descenso de 1.590 millones. Esta considerable baja de casi el 25 % de la cartera de descuentos se debe parcialmente a la comparación con un fin de mes, época en que su volumen adquiere habitualmente una inflación excepcional, pero aun con respecto a las cifras del mismo período del mes de Marzo hay una baja de unos 1.000 millones, aunque si comparamos con igual fecha del año anterior, se aprecia un aumento de 1.500 millones en los efectos comerciales tenidos por el Banco de Francia.

Así sucede que la cobertura relativa va en aumento y ha pasado de 76,77 a fin de Marzo a 78,26 en el balance de 11 de Mayo, con un aumento de 1,50 % en cifras redondas. Esto indica que las demandas de crédito sano no aumentan al compás de los recursos del Banco, síntoma que, si en un aspecto puede interpretarse favorablemente por acusar que el mercado financiero se halla abundantemente abastecido por los recursos privados - deducción también corroborada por la baja de los tipos de capitalización de que hablábamos al principio - ofrece también el reverso de ser indicio de que la depresión en los negocios tiende más bien a acentuarse, pues no se siente gran necesidad de capitales circulantes.

Hay que registrar también un notable aumento en las cuentas corrientes del Tesoro y Caja de Amortización, cuentas del pasivo que crecen en 600 millones, lo que nos explica también en

buena parte la contracción circulatoria.

Todo indica una pacificación y restauración de la confianza en el mercado francés, movida sin duda de la enérgica mano con que el Gobierno nacional ha emprendido la obra de saneamiento de la Hacienda pública.

El comercio francés exterior arroja, según los últimos datos, una gran contracción, contracción que viene acentuándose desde hace ya largo tiempo. Sin embargo, con respecto a las cifras correspondientes del año pasado, hay una disminución importante del déficit, aunque esa disminución se debe exclusivamente a que se produce un declive muy acusado de las importaciones, sin mejora alguna en las exportaciones, que siguen aminorándose. Particularmente de adversa significación es el hecho de que las mayores disminuciones en la importación se registren en los alimentos y en las materias primas, y mucho menos en los objetos fabricados. En cambio la disminución de las exportaciones se revela principalmente en las manufacturas, mientras que las de primeras materias y alimentos aumentan ligeramente. Las sumas y diferencias de los valores de importación y exportación denotan la siguiente marcha:

1933	Importación, más exportación	Importación, menos exportación
Enero	4.052	1.050
Febrero	4.185	1.111
Marzo	4.133	1.093
Abril	3.927	925
Mayo	3.944	986
Junio	3.832	976
Julio	3.692	750
Agosto	3.589	709
Septiembre	3.717	547
Octubre	3.893	567
Noviembre	3.972	606
Diciembre	3.915	683
1934		
Enero	3.816	790
Febrero	3.575	551
Marzo	3.780	802
Abril	3.504	565

Se ve que la contracción del déficit se obtiene a expensas de una contracción mayor en el volumen total de las transacciones con el exterior.

El índice general de producción, después de haber aumentado en la primera mitad del año pasado de 78 a 88, vuelve a declinar, estando en Marzo a 82,7 en ligera baja respecto a la cifra de 83,5 de los dos primeros meses del año. El índice de producción de maquinaria baja en mayor proporción que el general, y más todavía el particular de la industria textil.

Los ingresos ferroviarios siguen en baja (15 millones menos en la última semana). En los cuatro meses primeros del año acusan un descenso de 112 millones respecto al mismo período del año 1933.

En las estadísticas de paro y de quiebras no se acusan grandes variaciones, pero hay más bien tendencia al aumento de ambos indicadores adversos.

En conjunto, puede decirse que si bien la economía francesa revela últimamente una mejor disposición subjetiva de los elementos capitalistas, objetivamente no acusa mejora alguna, antes bien la depresión se profundiza en lo más básico.

Servicio de Estudios.

24 MAYO 1934

LA PLATA.

Magros y escasos fueron los resultados de la Conferencia Económica de Londres. Pueden reducirse prácticamente a dos convenios: el del trigo y el de la plata. El del primero se halla en trance de inminente fracaso. No es posible prever la suerte que le espera al de la plata, que ha sido ratificado en la actualidad por la mayoría de los países que en él intervinieron; pero tal como parece orientarse la cuestión del antiguo metal monetario, amenaza con quedar pronto envejecido y sin objeto. En efecto, si la directriz que marca el último proyecto de ley presentado por Roosevelt al Congreso americano tiene fortuna, y es seguida por otros países, la tendencia mediante la cual se va a resolver el viejo problema de la plata, es la opuesta a aquella en que se inspirara el convenio de Londres.

Tendía éste a que los países que tenían un exceso de plata pudieran liquidar con restricciones sus stocks excesivos, y a que los países productores limitaran su producción y sus exportaciones, para llegar a una restauración del precio del metal.

Si los Estados Unidos adoptan el plan de que un 25 % de sus reservas metálicas se constituyan en plata, y si ese criterio es seguido por otros países - y nos parece indudable que muchas naciones americanas lo han de seguir desde luego - el problema se resolverá por una absorción gigantesca de las existencias y de la producción por las reservas bancarias. Baste considerar que, si lo que se pide a la Cámara de Representantes americana, a título simplemente de una autorización a la administración pública para constituir con plata la reserva metálica en una tercera parte de su cifra actual de oro, se hubiera de llevar a efecto inmediatamente, las compras por cuenta de las autoridades financieras americanas absorberían, no sólo los stocks norteamericanos, que se calculan en unos 150 millones de onzas, sino que habrían de absorber la producción total del mundo durante 5 o 6 años, hasta constituir los 1.300 o 1.500 millones de onzas que ello exigiría. Tal demanda de plata, a la que habría que añadir la de los demás países que adopten el mismo rumbo, determinaría una considerable ele-

vación del precio, máxime si se tiene en cuenta que aquellos otros países que poseen existencias importantes, por emplearla todavía en sus transacciones y atesoramientos o porque no han liquidado sus antiguas reservas en plata, habrían de mostrarse cautos en venderlas, ante las nuevas circunstancias.

El proyecto de ley presentado por Roosevelt contiene una disposición que, suponiendo que no sufra rectificación bajo la presión de los argentistas, impone una seria restricción a toda elevación súbita del valor de la plata: aquélla que fija el precio tope de 50 centavos por onza. Tal disposición encierra sin duda el juicioso propósito de cortar las alas a la especulación que podría hacerse sobre la plata a base de las esperanzas en los efectos del proyecto. Pero, a poco que se conozca la política yankee y la influencia que en ella ejercen los partidarios de la revalorización de la plata - con respecto a los cuales este plan de Roosevelt representa una concesión transaccional - se comprende fácilmente que una vez arrancada por éstos la ley que fija el principio de admitir la plata por una cuarta parte en las reservas, el conseguir que ello tenga efectividad en un plazo más o menos largo será empeño relativamente fácil para el bloque político interesado, que conseguirá lógicamente la elevación gradual del precio tope a medida que el del metal suba en el mercado, lo que ha de ocurrir fatalmente en esas condiciones.

Como habíamos presagiado en anteriores comentarios sobre esta cuestión, no se trata de la introducción del bimetalismo en el sentido clásico, lo cual sería un anacronismo. Desde el momento que la plata no circula ni circulará ya nunca más que como moneda divisionaria, y que el oro prácticamente no circula tampoco en ninguna parte, venir a reproducir el antiguo bimetalismo, con sus equivalencias legales entre los dos metales, sería meterse deliberada e inútilmente en dificultades insolubles.

Ahora se trata únicamente de que el metal plata sirva también de base monetaria y de crédito, en unión del oro. Del antiguo bimetalismo queda lo esencial, desligándose de lo formal, que fué lo que ocasionó el fracaso del sistema, sistema ideado y construído para circunstancias que hoy ya no existen.

A propósito de esto, los enemigos de volver a la plata, los acérrimos defensores del patrón metálico basado sobre un metal único: el oro, señalan como un absurdo el que se introduzca este nuevo elemento en las reservas, cuando la situación financiera general del mundo y la de los Estados Unidos en particular, es tal que las reservas oro existentes permitirían un desarrollo del crédito enorme que, si no se realiza, es porque el mercado no se muestra propicio a absorberlo. Y se preguntan: siendo esto así, ¿para qué ampliar la base del crédito mediante esta adición legal a las reservas?

En esta objeción hay un resto de la vieja teoría cuantitativista del dinero que confunde indiscriminadamente en un único fondo toda la moneda, ya se halle representada por una mercancía real en las cajas del Banco emisor, o ya represente simplemente créditos concedidos a base de una limitada existencia metálica. No es lo mismo introducir en el mercado un crédito que podrá no verse solicitado si - como ocurre frecuentemente en épocas de depresión - las condiciones no son favorables para darle una inversión remuneradora, que sustraer a la circulación un producto real, como la plata en este caso, que está obstruyendo el mercado, pesando sobre él y deprimiendo su precio, y reemplazarlo por una masa equivalente de dinero. Piénsese que si esto se pudiera hacer con un número suficiente de mercancías, la depresión, que se caracteriza por una falta de liquidabilidad de los stocks, quedaría automáticamente curada.

Aunque la acción se limite a un solo producto, no deja de aliviar la situación, pues los efectos no se circunscriben a él. Desde el momento que el mercado se encuentre aliviado de sus stocks de plata, la producción del metal puede reanudarse libremente sin temor de hundir un mercado ya sobrecargado. Y esta reavivación de una producción representa la inversión parcial o total del dinero puesto en el mercado en pagar retribuciones productivas que originan demandas de productos variados y se reflejan, por consiguiente, en mayor salida de otras mercancías, y así sucesivamente. De este modo, el dinero introducido a cambio de la absorción de una mercancía real puede tener efectos muy distintos

sobre la coyuntura, que el ofrecido en préstamos que el mercado a veces ni siquiera absorbe. La mejora de la coyuntura, gracias al efecto que acabamos de considerar, puede ser incluso el germen de que el crédito sea más solicitado a consecuencia de la reanimación de los negocios.

Antiguamente se concedía una gran importancia al mantenimiento de una cierta relación entre el encaje y la emisión, por la razón de que ello constituía una garantía necesaria para los billetes. Esta razón ha caído algo en descrédito, pues el crédito de los Bancos emisores se halla respaldado de tantas garantías de diversos órdenes que difícilmente se puede resentir por la variación de sus existencias metálicas que, prácticamente, hoy nunca circulan. Sobre todo, lo que más ha conmovido esta idea clásica, que se apoyaba sobre todo en que ello servía para mantener el valor de la moneda, ha sido el ver que los fuertes encajes relativos no impedían su desvalorización.

Mas, aunque las razones en que teóricamente se apoyaba esa práctica de procurar mantener encajes elevados no se hallen muy justificadas, ello no es motivo suficiente para desechar aquélla. Ocurre con frecuencia en economía que el empirismo tiene sus razones hondas para establecer prácticas cuya justificación racional no siempre se acierta a dar justamente. El que las razones con que se abonan se demuestren falsas o dudosas no justifica el que se desechen: sino antes bien demuestra que se han de buscar fundamentos más exactos a lo que la experiencia ha mostrado bueno y acertado. Proceder de otro modo es perder el control de la realidad, única brújula que puede fecundizar la especulación teórica.

La introducción de la plata como base monetaria nos parece un hecho que hará su camino más lento o más rápido. Que ello constituya un remedio para las crisis económicas sería una creencia de excesiva simplicidad, pero es indudable que ejercerá sobre el ciclo algunos efectos notables que sólo futuras fluctuaciones nos podrán poner de relieve. Adelantar vaticinios sobre ello es muy aventurado, pero algunas conjeturas cabe hacer, que hoy darían excesiva extensión a esta crónica.

Servicio de Estudios.

NOTA. -- Precisamente en un artículo del Prof. Gregory sobre la política de los Bancos centrales en relación con la coyuntura, que reproducimos más adelante, declara éste, con su alta autoridad, insuficientes los conocimientos que se tienen sobre la influencia de la reserva bancaria en la eficacia de la acción que los Bancos de emisión pueden ejercer sobre el mercado. A nuestro entender, a lo que las ideas clásicas sobre el asunto no prestaron suficiente atención es a que la función de la expansión monetaria de naturaleza puramente fiduciaria resulta muy distinta a aquella expansión monetaria que se manifiesta por un incremento de las reservas metálicas: esta es una expansión por la base y aquella por el ápice de la pirámide monetaria, y el efecto sobre la estabilidad del sistema es muy diferente, así como los efectos que se desarrollan en la economía durante el proceso de expansión.

31 MAYO 1934

La plata en el sistema monetario.

En estos momentos en que la plata parece tener algunas probabilidades de reingresar en el sistema monetario, es de interés examinar los efectos que su reintroducción puede tener sobre los fenómenos económicos relacionados con la moneda. Hay quienes pretenden, con evidente exageración, que el retorno de la plata a su condición monetaria sería la solución del problema monetario y con él de las dificultades económicas presentes, pues tales preopinantes suelen ser precisamente quienes creen que el desajuste económico es de raíz exclusivamente monetaria.

El análisis lógico de la cuestión nos dice que las modificaciones que la inclusión de la plata en el sistema económico aporte han dedimanas; o bien de un comportamiento de la plata diferente a la del oro en la mecánica monetaria, o bien del simple incremento de los recursos con que se pueda atender a las variaciones de las reservas metálicas.

La experiencia pasada no induce a pensar que la plata se conduzca de modo muy distinto al oro en cuanto a la fluctuación de sus precios en relación con los de los demás productos.

La relación de precios en el oro y la plata se mantuvo con variaciones relativamente pequeñas durante varios siglos, hasta el año 1870, aproximadamente, oscilando en tan largo período sólo entre 14 y 15,5. Ciertamente que la relación legal había de ser variada con frecuencia, pues un pequeño margen diferencial entre la relación legal y real del mercado era suficiente para determinar emigraciones de una a otra moneda, que perturbaban seriamente los mercados, pero las variaciones que se observaban eran insignificantes con respecto a las que se han visto después de 1870, en que fué generalizándose el uso exclusivo del oro como moneda. Antes de esa época el precio del oro y de la plata coinciden sensiblemente y no son otra cosa que la inversa del índice de precios, y eso que desde 1816 Inglaterra había quedado fuera del

bimetralismo, lo que tratándose de un país de tal magnitud económica había de pesar seriamente. En cambio, después de 1870, la plata tiende a invertir el movimiento de su precio. De seguir dócilmente el precio del oro, pasa a seguir el ritmo opuesto, esto es, el del precio de las demás mercancías. Basta echar una ojeada al gráfico que reproducimos y que abarca los años azarosos de la guerra y post guerra, con sus fluctuaciones enormes de precios, para comprender hasta qué punto se cumple ese paralelismo, seguramente no en menor grado que en cualquier otra mercancía ('). Y ese paralelismo sería seguramente mayor si no hubiese todavía una buena parte del mundo - siquiera no sea la más importante económicamente, pero sí la más extensa -, en que la plata se usa todavía como moneda y para constituir atesoramientos, lo que lógicamente debe amortiguar sus fluctuaciones, puesto que sus bajas y alzas de precios determinan exportaciones del metal a Oriente a cambio de mercancías y viceversa.

Esto parece indicar que, en el oro como en la plata, lo decisivo en la marcha de sus precios ha sido su uso o desuso monetario.

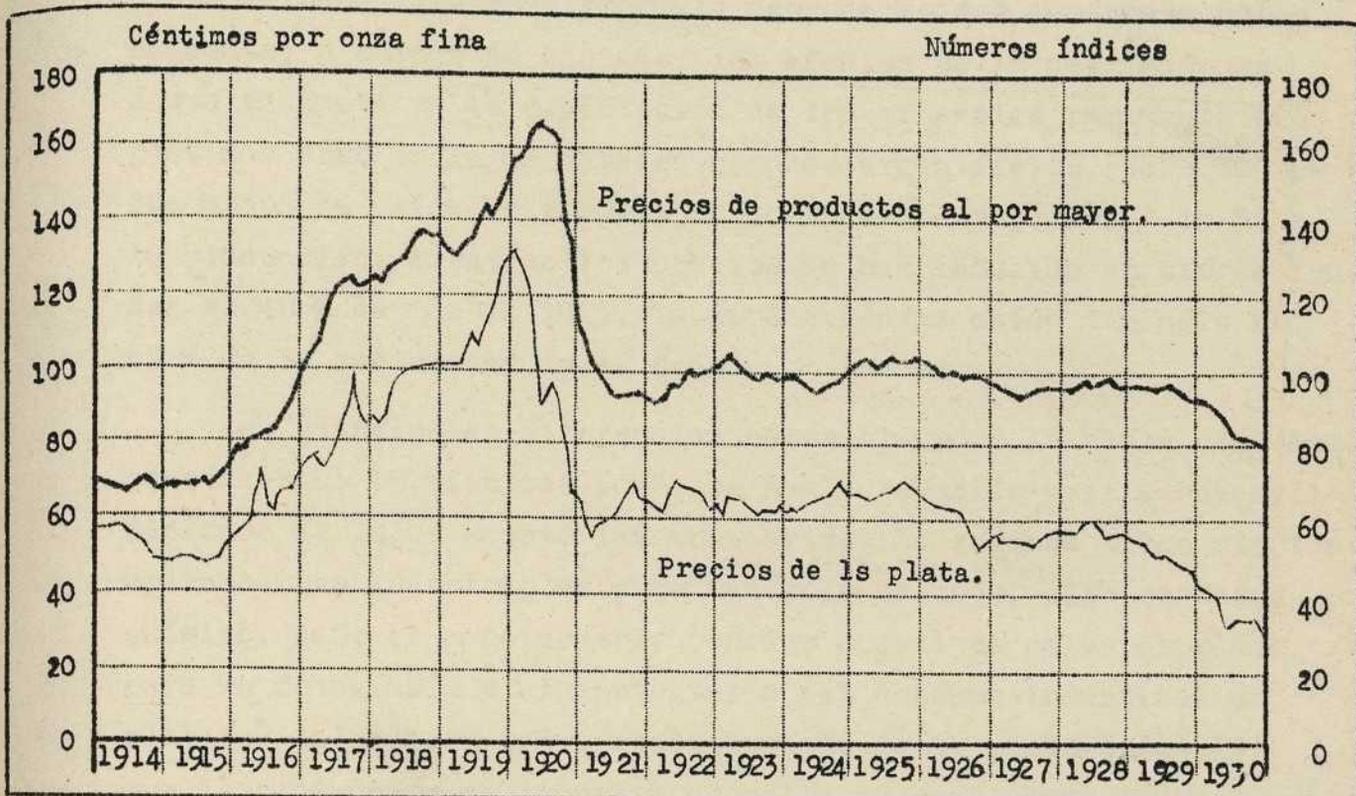
Sin embargo, no hay que olvidar que existen algunas diferencias entre el oro y la plata como mercancías particulares. El oro es casi exclusivamente un metal de lujo, de lo cual resulta que su utilización es sumamente elástica según su coste y el grado de bienestar general. Su uso privado debe aumentar notablemente en las épocas de bienestar, que coinciden con las de altos precios (bajo valor del oro), y restringirse mucho en las de crisis y depresión. En cambio, la producción se estimula en estas últimas.

En un cuadro adjunto se comparan la producción de oro, de plata y el precio de ésta, en cantidades absolutas y en índices. Sus cifras revelan, junto a la considerable alza en la producción de oro, una baja en la producción de plata y una caída de precios mucho mayor. Es de notar que entre 1925 y 1929 la producción aumenta a pesar de que los precios caen. Ello es debido segura-

(') Ultimamente el paralelismo se rompe un poco en perjuicio de la plata.

FLUCTUACION DEL INDICE GENERAL DE PRECIOS AL POR MAYOR Y DEL PRECIO DE LA PLATA EN LOS ESTADOS UNIDOS.

(Department of Commerce)



PRODUCCION DE ORO Y PLATA, Y PRECIO DE LA PLATA EN LOS ULTIMOS AÑOS.

(Boletín de Estadística de la Sociedad de Naciones.)

	Producción de oro		Producción de plata		Precio de la plata.	
	Miles de kilos	Indice 1925=100	Miles de kilos	Indice 1925=100	Frs. oro el kilo	Indice 1925=100
1925	559,4	100,-	7.642	100,-	115,65	100,-
1926	568,8	101,7	7.870	103,-	104,02	90,1
1927	570,3	101,9	7.922	103,7	94,44	81,7
1928	575,6	102,9	8.033	105,1	97,46	84,3
1929	579,4	103,6	8.222	107,6	88,82	76,8
1930	603,1	107,8	7.706	100,8	64,09	55,4
1931	641,3	114,6	5.951	77,9	48,15	41,6
1932	692,0	123,7	5.120	67,0	47,20	40,8
1933 (¹)	600,0	107,3	5.000	65,4	46,00	39,8

(¹) Estimada.

mente a que son años de reposición, culminantes en el auge de 1929, y durante ese período la producción de metales de que la plata se beneficia como producto secundario fué aumentada notablemente; a partir de ese año, los efectos de la depresión se acumulan tanto en la explotación de los minerales puramente argentinos como en la de metales comunes argentíferos, pero de todos modos la caída de precios es enormemente superior a la de la producción: mientras los precios se han reducido en cifras redondas al 40 % de los de 1925, la producción ha caído tan sólo al 65 % de la que era en igual fecha.

Las principales diferencias entre el oro y la plata como mercancías son: 1º, mientras aquél se halla reducido casi a sus aplicaciones de lujo, aparte las monetarias, la segunda tiene ciertas aplicaciones industriales y no tan sólo de lujo, sino de orden químico, dado el considerable consumo actual de sales de plata para la fotografía y cinematografía (el consumo industrial de plata se calcula en 1/5 aproximadamente de la producción); 2º, que la producción de la plata se halla en gran parte enlazada con la de otros metales.

No parece en principio que estas circunstancias hayan de dar ninguna superioridad a la plata sobre el oro en su uso monetario. Ciertamente que la mayor producción de plata como subproducto en los períodos de auge suministra una base de aprovisionamiento supletorio del metal, pero precisamente lo que se necesitaría para moderar los ciclos es un elemento monetario cuyo aprovisionamiento se redujese en las épocas de prosperidad y se ampliase en las de depresión para neutralizar el efecto deprimente y estimulante respectivamente sobre el valor de la moneda de las dos fases principales del movimiento cíclico. Más favorable sería desde este punto de vista el consumo industrial, que tenderá a ser mayor en las épocas de prosperidad y menor en las de crisis. Pero en ambos casos hay que tener en cuenta que la producción de plata es relativamente pequeña con respecto a las existencias mundiales de dicho metal (del orden del 1 al 2 % probablemente), de modo que las influencias debidas al origen o al destino de una parte de la producción se ahogan en esa gran masa que obra

como amortiguador.

Lo más probable, si se restaurase la plata a su papel monetario en las cajas de los Bancos de emisión sería que su valor siguiese tan dócilmente como el del oro las fluctuaciones cíclicas, que su cotización aumentase, determinando así un aumento virtual y progresivo de los medios de pago creados con su respaldo, y que los fenómenos monetarios que acompañan a los ciclos, gravitando sobre una masa mayor de moneda real que actualmente, se moderarían en su curso. Estos efectos se acusarían favorablemente sobre las depresiones durante el proceso de introducción y elevación del valor de la plata, pero una vez agregada la plata al stock general de los Bancos y estabilizado más o menos su valor al nuevo precio que adquiriese, la influencia de la reforma sería menos sensible.

Servicio de Estudios.

- 7 JUN. 1934

Las monedas oro.

El cerco alrededor del baluarte del oro que constituye Francia con algunos países que la circundan, va estrechándose continuamente.

La débil pantalla que todavía ocultaba la definitiva separación del marco de su valor oro es ya tan tenue, que no puede ocultar el derrumbamiento de esta moneda, y la única cuestión por dilucidar es la manera de dar realidad legal a una depreciación que los artificios hasta ahora empleados no pueden disimular.

La nueva defección del frente del oro la constituye en realidad Italia, que todavía se consideraba y aún se considera formando parte del grupo oro, pero en la cual ya hace tiempo que el mecanismo automático de regulación de la moneda no funcionaba con toda diligencia, pues en varias ocasiones la lira había conocido depreciaciones muy superiores al "gold point".

Pero, últimamente, el déficit del balance comercial se ha agravado. Ya algunas veces hemos dado referencias y emitido juicios acerca de la marcha de la economía italiana, señalando este punto débil de su estructura que tiene su origen en una estabilización excesivamente alta de la lira y cuyos efectos, lejos de atenuarse, han ido acentuándose con la baja aguda de los precios oro mundiales, sobre todo a partir de 1930. La economía italiana no ha logrado hacer su reajuste a estos precios bajos, y su comercio exterior se ha resentido del margen diferencial entre su nivel de precios interior y el del mercado mundial. El déficit en el primer cuatrimestre de este año alcanza a 966, contra 553 mill en el mismo período del anterior. Desde Enero, la reserva del Banco de Italia ha disminuído en unos 600 millones de liras.

La situación es alarmante y ello ha inducido a estrechar la intervención de las operaciones de cambio en límites que suponen la suspensión de hecho del patrón oro. La razón o pretexto es impedir la salida de capitales, pero ello supone, naturalmente, una serie de dificultades para las operaciones de cambio normales que comportan el que la cotización de la moneda, en vez de mantenerse por el automatismo del libre funcionamiento del patrón oro,

se mantenga mediante el conocido aparato ortopédico de no autorizar los pagos al exterior sino con extraordinarias limitaciones.

Naturalmente que esto no puede resultar eficaz a la larga, ni puede evitar el desajuste existente entre el valor interior de la moneda y el exterior. El caso de Alemania nos demuestra la ineficacia de tales artificios. Si Italia no busca el medio de hacer bajar los precios internos por una disminución de sus costes de producción, la necesidad de devaluar de nuevo la lira, se manifestará más pronto o más tarde. A ello tienden las medidas dictatoriales para rebajar los salarios y sueldos, las bajas en el tipo de interés, las disposiciones para la rebaja de los alquileres. Se trata, en suma, de disminuir todas las retribuciones para ajustarlas a un nuevo nivel de vida. Una reducción de los gastos del Estado también será precisa. Pero la tarea es dura y difícil, aun para un régimen político como el arraigado en Italia, y el éxito es bastante problemático, dado lo enmarañado de la madeja que hay que desenredar, para llegar a un buen ajuste de tan múltiples factores como juegan en el complejo económico.

Por lo pronto, la depreciación de la lira llegó a rebasar el 3 % con respecto al franco. Pero como ocurre en estos casos de regulación forzada del cambio, junto al mercado oficial se establece otro mercado clandestino en que la cotización es más baja, y en ese mercado extraoficial las liras se han cotizado con un margen de 2 % en mayor depreciación con respecto al mercado oficial. Ultimamente el curso oficial se ha repuesto bastante, en gran parte gracias a la ayuda de Francia, que se halla interesada en que no se derrumbe una moneda más de las que le rodean, porque ello sería un nuevo rudo golpe al franco.

Servicio de Estudios.

14 JUN. 1934

El problema del marco.

La moratoria casi absoluta declarada por Alemania hace entrar en una fase aguda el problema de la moneda alemana. Hasta que la crisis presente subvirtiera tantas cosas, el defender el valor de una moneda era ante todo una cuestión de prestigio o de crédito. Defender una moneda a expensas de la insolvencia y del descrédito general del país hubiera parecido hace unos años el mayor de los absurdos.

El problema está en sí, a pesar de esa insolvencia, al fin el marco logrará sostenerse. Desde luego hay que contar con la represalia inmediata. Inglaterra la ha anunciado solemnemente. Los demás países la seguirán. Inglaterra retendrá todas las divisas de los compradores ingleses de productos alemanes y el excedente que resulte después de pagar a los exportadores de artículos ingleses a Alemania, lo empleará en pagar a los tenedores de créditos y deudas contra Alemania. Como su balanza con este país es fuertemente contraria, espera por tal medio recuperar una gran parte de los intereses y capital de sus préstamos a la nación germana. Claro que todo esto no hará más que redundar en una mayor dificultad y en una restricción mayor de las relaciones comerciales entre ambos países, como consecuencia de la dificultad para liquidar sus operaciones.

Desde luego no se ven claros los objetivos económicos de Alemania. Sus acreedores la acusan de llevar una política monetaria contradictoria y en buena parte tienen razón. Mientras por una parte alega la necesidad de sostener el marco, su política interior de precios tiende más bien a ir produciendo una inflación, vertiendo abundantes recursos nuevos en el mercado con el objeto de crear ocupación para sus desocupados. Puede aducir muy buenas razones, tanto políticas como económicas, en pro de esto; al fin y al cabo es una política de corrección de la coyuntura y quizás la única practicable, pero ello está completamente en contradicción con el mantenimiento del valor del marco. Por el contrario, bajo la acción de ese impulso a los precios interiores, la desconexión entre el valor interior y el exterior

de la moneda alemana se va acentuando. Hasta ahora Alemania va salvando esta contradicción por medio del subterfugio de los scrips y de los marcos bloqueados. El sistema no es serio ni indefinidamente practicable. La devaluación interior es un sistema admirable como remedio heróico de la crisis, pero el practicarle envuelve también el resignarse a la devaluación exterior como lo ha hecho en grande Norteamérica y más en pequeño Checoslovaquia. Si se quiere sostener el valor oro de la moneda, hay que hacer una vigorosa política de deflación de precios y costes, como intentan practicar Italia y Francia. Devaluación interna y mantenimiento externo del valor oro, cuando el oro tiende a subir de valor todavía, no son términos compatibles, y los alemanes lo saben.

Hay en esto quizás - sólo ello ofrece una explicación racional de la conducta monetaria de Alemania - un juego político en virtud del cual Alemania especula sobre el deseo de los demás países - especialmente de aquellos que mantienen el valor oro de sus monedas - de no ver desvalorarse el marco, lo que aumentaría el movimiento de baja de las monedas ya desconectadas del oro, y acentuaría la presión sobre las que se hallan todavía ancladas a él. Gracias a esta posición, Alemania puede lograr concesiones que no se le harían de otro modo. De todas maneras, la cosa tendrá un límite que no nos parece que esté lejos.

Servicio de Estudios.

21 JUN. 1934

La batalla de las monedas.

Parece que va a poder evitarse la abierta guerra económica entre Alemania y sus acreedores, cuyas últimas consecuencias son temiblemente imprevisibles. Alemania acepta la invitación de la Gran Bretaña para entablar nuevas conversaciones en Londres. Verdad es que la invitación iba acompañada - tras la acusación de que Alemania constituye reservas económicas invisibles que emplea en la compra a bajo precio de los títulos de sus deudas - de la perentoria conminación de proceder a una compensación de sus pagos y cobros mutuos mediante una oficina gubernamental. Ante esta amenaza ya se anunciaba por Alemania el contrataque táctico, consistente en comprar a través de Inglaterra todas sus primeras materias, con objeto de dar una posición deudora a su balanza e imposibilitar de este modo la liquidación forzosa que la Gran Bretaña quiere imponer.

El procedimiento, sobre excesivamente costoso para Alemania, resultaría de difícil aplicación y dudosa eficacia, dado que se encuentra rodeada de acreedores igualmente decepcionados y celosos de cobrar sus deudas.

Se va comprendiendo ya que el empeño de Alemania de mantener la apariencia de una moneda estable, mientras emplea toda clase de subterfugios para compensar una real sobrevaluación del marco con respecto a la mayoría de las demás monedas, no produce beneficio alguno a Alemania, y sus consecuencias repercuten naturalmente sobre sus acreedores que han de pagar las costas de sostener al Reichsmark en su paridad oro, no obstante la desaparición virtual de todo su respaldo oro. Naturalmente son las mentes inglesas las primeras que se abren a la idea de que Alemania debe revaluar su moneda de acuerdo con las realidades del momento. En un reciente artículo del Financial Times sobre el tema se calcula que las paridades del marco son:

Con la Libra.	15,42 Rm. por £
" el franco	17,42 " " 100 frs.
" el dólar.	30 cts. por Rm.

Como los actuales cambios son respectivamente 13,23, 16,52 y 38,17, las sobrevaluaciones pueden estimarse en 16,5 % con respecto a la libra, 5,3 % con respecto al franco y 27,2 % con respecto al dólar. El diario inglés estima que una devaluación de 15 % sería suficiente para restablecer el equilibrio. Restablecer es quizás decir demasiado: sólo puede afirmarse que facilitaría el reajuste. Dado el estado de tensión que ha adquirido la situación financiera de Alemania, la gran suma de deudas acumuladas que pesa sobre su economía a causa de las restricciones en los cambios y moratorias, la reducción extrema de sus reservas metálicas y la evolución de sus precios, nos parece que una devaluación de 15 % es escasa. Inglaterra, en una situación de menor restringencia necesitó una devaluación de más del doble: los Estados Unidos del 40 %, y aún son muchos los pareceres norteamericanos de que se debiera llevar al 50 %.

"Es difícil resistir a la creencia de que la reevaluación del marco en relación con las demás monedas es una de las claves del problema de la moratoria" acaba diciendo el artículo del Financial Times. En realidad, por ahí debió haberse empezado: por poner en relación la cotización de las monedas con su valor interno, que la fluctuación del precio del oro independientemente de como fluctuaba el valor interno de las monedas según la situación económica y social de cada país, había colocado en posiciones que no correspondían a la realidad, ni corresponden todavía.

El gran error de la Conferencia monetaria de Londres, que condenó a la esterilidad sus resultados, fué el creer que el retorno al patrón oro era una cosa que estaba en la voluntad y en la mano de las naciones, sin más que fijar unas paridades oro más o menos arbitrarias a cada una de las monedas que habían soltado las amarras con el metal amarillo, y el creer también que, dentro del estrecho marco del patrón oro, podía realizarse la inmensa obra de reajuste que se hacía precisa.

Quienes trataron de dar cauce a las discusiones de Londres estimaron muy por lo bajo la magnitud del problema que había que resolver, y además no penetraron lo hondo de su raigambre. En nuestro informe sobre el particular, ya entonces expusimos que, aun mirado el problema en su limitado aspecto monetario, exigía

nada menos que desconectar todas las monedas del oro y dejarlas buscar su posición de equilibrio durante una etapa de readaptación, para llegar luego a eventuales posibilidades de estabilización.

Esto es lo que se está realizando, aunque no por fuerza de la razón, sino por fuerza de una realidad que se impone. El desmoronamiento de las monedas oro sigue realizándose por etapas y después de duras pruebas que pudieron evitarse; y hasta en los países más tenaces en el mantenimiento del patrón oro, se van suscitando cada día mayores dudas acerca de la posibilidad de mantenerlo y, sobre todo, de la conveniencia de hacerlo.

Servicio de Estudios.

28 JUN. 1934

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

.....

El discurso hecho recientemente ante la Cámara francesa por el exministro de Hacienda y relevante figura del partido conservador M. Reynaud ha sido sensacional desde el punto de vista monetario.

No es que las ideas por él enunciadas sean nuevas. Fuera de Francia y en Francia misma han sido expuestas. Pero es la primera vez que una persona de importante significación en la política gubernamental, se atreve a darles en cierto modo estado oficial en la Cámara, oponiéndose a la tesis consagrada de la intangibilidad del franco.

M. Reynaud, apoyándose sobre la diferencia de nivel de precios en Francia y en el extranjero, ha dicho al Gobierno francés que esto no puede continuar sin grave riesgo.

"Cambiad de política económica o cambiad de política monetaria", ha sido su frase resumen, queriendo significar que, o se va franca y abiertamente a la reducción de costos y a la reducción de precios para ponerlos al nivel de los del mercado mundial, o hay que ir forzosamente a una nueva devaluación del franco.

El exministro francés señala la enorme resistencia que a la baja de los precios se opone y que da lugar por parte del Gobierno francés a una política económica completamente contradictoria con su política monetaria. Y ello es de importancia considerable, porque no tiene aplicación sólo en Francia. Bajo la presión defensiva, muy explicable y legítima por otra parte, de los productores, el Gobierno francés, al igual que otros Gobiernos está impidiendo la baja de precios, por ejemplo el del trigo, mediante un sistema cada día más riguroso de tasas; por ejemplo, el del azúcar y de otros productos, tratando muy justamente de defender al productor del efecto de tijera que sobre la remunerabilidad de sus industrias ejerce, por una parte, la tendencia bajista de los precios y, por otra, la alcista de los costes o cuando menos la resistencia a su reducción. Con esto se procura

evitar la agudización de la crisis industrial interior y el crecimiento del paro que fatalmente sobrevendría por la paralización de nuevas industrias que caigan por debajo del margen mínimo tolerable de remunerabilidad. Pero al mismo tiempo, con ello se coloca a la producción francesa de exportación en condiciones de inferioridad con respecto a la extranjera.

Y todavía hay más: bajo el deseo de paliar el angustioso problema del paro, se procura restringir el uso de los medios de producir económicamente, así se ve - el Sr. Reynaud lo ha señalado - que en los pliegos de condiciones de los contratos de obras públicas se prohíbe el uso de aparatos mecánicos con objeto de aumentar la necesidad de mano de obra. Esto significa el producir a mayor coste, el obtener menor rendimiento de la unidad de trabajo. Poco importa a la larga que este aumento de coste recaiga sobre productos de exclusivo consumo interno o sobre trabajos cuyos frutos, como en el caso de las obras públicas, no llegan a tener una cotización en el mercado. El más elevado precio de los primeros se refleja en mayor coste de la vida, menor capacidad adquisitiva del mercado para ellos, y el mayor coste de los segundos implica un gravamen superior del presupuesto, que, a través de los tributos, redundará también en un mayor coste de producción. Esto es todo lo contrario de lo que haría falta conseguir para poner la economía interior en equilibrio con las economías exteriores.

El punto neurálgico de la cuestión se halla en que lo que hay que reducir es el valor nominal de las retribuciones individuales, si se quiere mantener el valor de la unidad monetaria. Hasta cierto punto, el aumento de los precios en los productos de consumo interior constituye un medio de reducir la magnitud real de las retribuciones individuales, en tanto éstos no aumenten en valor nominal. Las retribuciones nominales de los partícipes de la producción seguirán siendo nominalmente altas, pero sus perceptores no podrán obtener a cambio de ellas sino pocos productos, su standard de vida disminuirá; cada unidad monetaria valdrá menos que antes. Esto y no otra cosa significa reducir de hecho el valor de la moneda. El franco seguirá siendo un franco, pero a cambio de él se podrán obtener menos cosas. Y el valor de una moneda lo da realmente la suma de cosas que por ella se pueden obtener.

Reduciendo suficientemente el valor real interno de una moneda, se puede llegar en teoría - no sin dificultades prácticas naturalmente - a reequilibrar la economía interna, pero el valor real de la moneda queda disminuído, y si su cotización con el exterior no se disminuye correspondientemente, surge el desequilibrio entre el mercado interior y el exterior. Es imposible escapar al dilema de esa devaluación real. El franco hace ya tiempo que está devaluado de hecho, y no se trata de mantener su valor, sino en realidad se trata de revalorarlo, antes de que aquella devaluación virtual tenga que traducirse en devaluación real. Y el problema es tanto más arduo cuanto que la devaluación se acentúa de día en día en virtud de la doble tendencia opuesta a mantener los precios internos para evitar la agudización de la crisis, y la caída de los precios oro en el exterior, más intensa desde que esos precios no hallan la resistencia que les oponían las grandes economías mundiales antes unidas al oro.

Devaluación o deflación, pero deflación básica y fundamental en los últimos elementos del coste, este es el dilema que se plantea a la economía francesa y que Mr. Paul Reynaud ha expuesto francamente inclinándose hacia su primer término, ante las dificultades casi insuperables que advierte en el primero.

Además, el político francés ha procurado deshacer un equívoco con que se juega siempre que se habla de estabilidad de la moneda. Se dice que no es justo reducir el poder de compra de los perceptores de rentas fijas. Pero es que la deflación supone no sólo no reducirla, sino aumentarla en virtud de la baja de los precios. Mr. Reynaud dice "en equidad no les debemos ese aumento, sobre todo si ello tiene por consecuencia el arruinar las fuerzas productivas de la nación".

Tampoco tiene valor el argumento de que ya Francia devaluó el franco hasta un quinto de su valor primitivo, porque ahora se trata de corregir un desequilibrio que se ha producido posteriormente a aquella devaluación, con que se liquidaron acontecimientos pasados. Desde la estabilización, el poder adquisitivo del franco se ha elevado en más de un 80 %, pero el poder adquisitivo del oro ha subido todavía más, sobre todo a partir de 1909, en que el reajuste de los precios franceses con los mundiales puede considerarse

realizado. Actualmente, los precios en Francia son un 30 % superiores a los precios oro en los principales países.

El proceso de crítica de la política monetaria francesa queda francamente abierto por la requisitoria de Paul Reynaud. La lucha entre las dos tendencias va a entrar en un período crítico con la intensificación de la tesis devaluadora, que hasta ahora sólo se había manifestado vergonzantemente. Lo que haya de suceder en definitiva, lo ha de decir el curso de los acontecimientos, cuya trayectoria, a nuestro entender, puede considerarse hace tiempo predeterminada.

Servicio de Estudios.

- 5 JUL. 1934

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

.....

la reunión en Basilea estos días de los Gobernadores del Banco de Inglaterra y del Federal Reserve Bank de Nueva York da motivo a diversas cábalas acerca de una posible estabilización de las monedas inglesa y norteamericana.

Naturalmente nada trasciende de positivo acerca de los tratos entre ambas personalidades financieras. Nos parece indudable que se hallan animados estos negociadores de carácter oficioso - quizás más el norteamericano que el inglés - por el deseo de llegar a un acuerdo que permita dar fijeza y estabilidad a las respectivas monedas., evitando los peligros de una competencia de devaluación y sentando las bases de una reactivación de las actividades mercantiles que consolide los progresos de la reanimación coyuntural, ahora un poco vacilantes.

Mas no creemos que ni uno ni otro se propongan llegar a una verdadera estabilización sobre base oro. Una estabilización de esa naturaleza encontraría demasiada oposición en los dos países o tropezaría por lo menos con excesiva desconfianza. Lo que juzgamos que cuenta con mayores probabilidades en todo caso, es un acuerdo de estabilización mútua a base de un manejo acorde de los fondos de regulación de cambios de ambos países para conseguir una cotización aproximadamente fija entre dólar y libra, aunque ambos varíen a la vez con respecto al oro si las circunstancias económicas mundiales así lo aconsejan. Acaso pudiera ser esto el principio del patrón libra-dólar que algunos economistas anglosajones propugnan, sistema que ha sido expuesto y comentado en estas páginas. De todos modos, aunque el acuerdo sea en definitiva muy probable, dados los estímulos que para ello han de encontrar los dos países que hoy pesan más en la economía del mundo, no creemos que se llegue ni siquiera a ese resultado provisional sin grandes regateos en que cada país procure obtener el tipo de cambio que más crea ajustarse a su conveniencia, ni que el acuerdo a que pueda llegarse sea a otro título que el de ensayo.

A la premura con que la Gran Bretaña se apresuró a vol-

ver al oro, en cuanto lo creyó posible después de la guerra, impulsada por los buenos recuerdos que guardaba del funcionamiento del patrón oro de que fué la creadora, ha sucedido un gran escepticismo y desconfianza contra todo compromiso de ligar el valor de la moneda a ningún elemento extraño a la propia economía.

Servicio de Estudios.

12 JUL. 1934

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

Hace precisamente un año, al iniciarse la nueva política económica norteamericana acometida por el Presidente Roosevelt, señalábamos que su punto más flaco era, a nuestro parecer, su vasto plan intervencionista tan contrario a la tradición americana. Semejante plan prometía encender un avispero de luchas sociales que iban a constituir con toda probabilidad el principal escollo para el éxito de los proyectos del Presidente y sus Consejeros. La realidad va confirmando unos vaticinios que no exigían en verdad dotes de profeta.

Siempre ha sido difícil que llueva a gusto de todos y cuando la lluvia ha de ser administrada, no por fuerzas completamente fuera del control de los hombres, sino por otros hombres revestidos de un poder responsable, la cosa suele llegar a adquirir caracteres dramáticos. La empresa de regular los salarios, los sueldos, los beneficios y todas las retribuciones de los ciudadanos mediante el arbitrio ministerial, forzosamente ha de resultar siempre en disgustar a patronos y a obreros y encender la guerra de unos con otros, aunque se haga con los mejores propósitos de conciliación. El ideal sería que estas cosas que dividen los intereses de los hombres vinieran fijadas y reguladas por una fuerza superior fuera de nuestro poder y ante cuyo imperio real hubiéramos de inclinarlos como ante la ley de la gravedad o la de la impenetrabilidad de los cuerpos. Probablemente tales leyes de acción incontrastable existen en el orden económico como en el físico, pero su reconocimiento resulta bastante difícil para la humanidad, cuya historia económica puede ser descrita como una lucha contra sus naturales consecuencias.

No es ello muy de extrañar, pues hasta las leyes del mundo físico han tenido un largo período de falseamiento y de esfuerzos en contra de ellas: el descubrimiento del movimiento continuo, de la panacea universal o de la piedra filosofal, son propósitos no menos opuestos a las leyes físicas, que la fijación artificial y arbitraria de lo que han de tener los hombres como premio de su esfuerzo laborioso lo es al cumplimiento de las leyes económicas, empresa que ha fomentado siempre el arbitrio de todos los dotados de poder o de alguna fuerza social.

Pero, en cuanto se establece el criterio de una fijación artificial y regulable de los ingresos de cada uno, pronto se choca con que cada cual tiene el suyo; uno el Poder, otro cada uno de los sectores administrados, y cada cual ejerce su fuerza para imponer su opinión.

Los directores de la política económica americana, con miras a una restauración y estabilización de la coyuntura, han pretendido determinar las retribuciones fijas y las condiciones del trabajo, tendiendo a mantenerlas altas para evitar que se produjese la reducción de poder adquisitivo en que, siguiendo una tendencia moderna, ven la causa originaria de la crisis. Pero, al mismo tiempo, tenían que preocuparse de que las industrias siguieran ofreciendo rentabilidad para que el principio fundamental de la empresa privada siguiera actuando y manteniendo en actividad la producción y viva la iniciativa industrial.

Para asegurar lo primero procuraron fortalecer los sindicatos obreros, como organismo vigilante que había de impedir la debilitación de las retribuciones asalariadas y el decaimiento de las altas condiciones de trabajo. Para que lo segundo fuera posible no obstante, abolieron las leyes contra las grandes empresas o trusts, promulgadas en otro tiempo en que dominaba el temor, nacido de una positiva realidad, de que esas empresas de gran envergadura monopolizando el mercado y cada rama industrial llegaran a manejarlos a su sabor, imponiendo los precios y condiciones que estimasen convenientes.

De este modo se han fomentado y puesto frente a frente dos grandes fuerzas independientes del Poder público, echando entre ellas un motivo de discordia tan grave como la determinación de la parte que a cada una le va a corresponder en el reparto de la riqueza producida, una riqueza que en tales discusiones y luchas no se hace más que mermar indefinidamente. Motivo de discordia que el poder público no puede resolver, porque el justo medio no hay nadie capaz de fijarlo con equidad y certidumbre, dados los múltiples factores de que depende y que una realidad siempre cambiante va alterando de continuo.

Servicio de Estudios.

19 JUL. 1934

CRÓNICA SEMANAL.

El sistema del mercado libre.

La actual crisis, cuya persistencia y profundidad han obligado a ensayar los más diversos procedimientos de apoyo del mercado, ha dirigido la atención al sistema llamado del mercado libre, tradicional en los países anglosajones, y que en esta ocasión no sólo se ha intensificado en ellos, sino que se ha extendido a países en que constituye una novedad financiera, entre ellos a Alemania. En las páginas que siguen se encontrará un artículo del economista hamburgués L. Oberascher en que se expone un juicio acerca de los efectos que ha tenido la aplicación del método en las especialísimas circunstancias económicas en que Alemania se encuentra.

No cabe duda de que la compra de valores comerciales y públicos en Bolsa constituye un medio de dar liquidez al mercado, introduciendo en él nuevos recursos, muy superior al del simple manejo del descuento. Una baja considerable de los tipos de interés en descuentos y pignoraciones es sin duda un medio de reanimar el mercado, estimulando a la demanda de recursos. Pero si las circunstancias son tales que las perspectivas de los negocios son malas y existe gran desconfianza hacia los valores, es muy posible que las facilidades de crédito no sean aprovechadas, y el Banco central se encuentra con que, a pesar de disponer de un gran margen en sus facultades de emisión, no puede aumentar el volumen de créditos sanos concedidos, no obstante los bajos tipos de interés. Aparte de que no siempre resultan oportunas las grandes bajas de esos tipos, a causa de efectos secundarios nocivos que pudiera tener.

En tales casos, la intensificación de efectos de primera clase que nutren la cartera del Banco, constituye a la vez un medio de lanzar al mercado abundancia de recursos líquidos, de sostener las cotizaciones y mantener en el mercado tipos efectivos bajos de interés. Al mismo tiempo, los Bancos de emisión, y por ende las Haciendas públicas que suelen participar importantemente

en esos beneficios, se lucran no sólo con la renta de un volumen de emisión que no tendrían de otro modo, sino con los beneficios de cotización que de otro modo quedarían en provecho de especuladores privados.

En momentos de crisis aguda, la política del mercado libre constituye un instrumento precioso para dar liquidez al mercado y evitar así los efectos más virulentos de la liquidación de la crisis, atenuando la súbita depresión.

En general, no es una política que pueda comprometer la solidez económica de los Bancos de emisión, como algunos temen, puesto que su lógico manejo envuelve la compra de valores cuando bajan, y su venta cuando la plétora de disponibilidades en el mercado financiero tiende a elevar excesivamente las cotizaciones e inflar todos los precios.

Lo que no se debe es considerar este sistema como un recurso infalible contra la depresión. El experimento Hoover lo demostró. La depresión una vez iniciada persiste, a causa de haber alcanzado la crisis a los resortes íntimos de la producción y de la iniciativa industrial. Faltando el estímulo a la inversión productiva, es inútil poner recursos en las manos del público y de los productores: o se atesoran o se invierten especulativamente, sin crear demanda de nuevos productos ni ejercer por consiguiente ningún efecto eficaz sobre la atenuación del paro y sobre la reanimación del mercado y de los negocios normales.

El uso de la política del mercado libre, sin dejar de ser un recurso precioso, inteligentemente utilizado, para atenuar los efectos de las fluctuaciones económicas, no puede constituir en sí un remedio de ellas y, sobre todo, no dispensa de emplear en la corrección de la coyuntura a la baja los estímulos directos a la producción, especialmente las inversiones en trabajos públicos, en los momentos en que la inversión privada descae hasta el punto de dejar un déficit en la demanda de productos y de trabajo.

Y aun en estos momentos constituye un medio de dar mayor suavidad al mecanismo financiero, y poder obtener a menor coste los recursos necesarios para un plan de reanimación coyuntural, sin que ello envuelva los imaginarios peligros de inflación, que no

hay por qué temer mientras el manejo concertado de los diferentes factores no sobrepase el objetivo fundamental de corregir la fase depresiva del ciclo económico.

Servicio de Estudios.

26 JUL. 1934

De vez en cuando vamos reflejando en estas crónicas la marcha económica de nuestro más próximo vecino transpirenaico, que ha ejercido siempre sobre nuestra propia vida una influencia tan importante. No han sido en general muy halagüeñas nuestras impresiones. Por primera vez podemos referirnos hoy a dos datos más satisfactorios, aunque por ahora aislados.

Uno es el aumento continuado, desde algún tiempo a esta parte, de las reservas áureas del Banco de Francia. Desde el 25 de Junio al 20 de Julio, último balance publicado, ha habido un aumento de unos 2.500 millones de francos. Ese aumento es de más de 6.000 millones respecto a la cifra más baja alcanzada en los primeros días de Marzo último. A este aumento corresponde una elevación lenta, pero continuada, de la cobertura relativa que, desde el 77 % cubierto, se ha ido elevando a casi el 80 %; es decir, que al incremento del encaje oro no ha correspondido un crecimiento relativamente tan grande de los compromisos a la vista. La circulación de billetes en particular ha disminuído de una manera sensible, compensada con exceso por una elevación de los saldos de cuenta corriente. La cartera comercial, en cambio, se ha contraído muy notablemente.

Los datos que hasta ahora se poseen no permiten fijar el origen de ese oro afluente a las cajas del Banco. Para poder emitir un juicio acerca de la significación del incremento de la reserva, necesitaríamos saber si el origen de ese oro es la importación o el desatesoramiento y, en el primer caso, si su procedencia es de otros Bancos, de adquisiciones de nuevo oro o de atesoramientos en el extranjero. El dato del aumento de las cuentas corrientes, al mismo tiempo que disminuye la circulación de billetes, parece indicar que una buena parte al menos provenga de atesoramientos privados, aunque el fenómeno también puede estar en otra parte relacionado con la intensificación de la depresión, el estancamiento de fondos resultante de la carencia de buenas inversiones. Probablemente ambos fenómenos coexisten y, aunque de significación económica muy distinta - pues el uno

acusa el retorno de la confianza en la moneda, y en la situación general de las cosas, y el otro la baja en la actividad económica -, ambos concurren a dar holgura al mercado financiero y preparar las condiciones para la recuperación, si otras circunstancias determinantes se dan.

El otro sistema favorable para la economía francesa es el mejor aspecto de la balanza comercial en Junio. El déficit sigue en disminución, pero esta vez no se debe, como en meses anteriores, a baja exclusiva de las importaciones, mientras las exportaciones se mantienen estacionarias o disminuían en menor proporción, sino que hay a la vez un aumento notable de las exportaciones respecto al mes de Mayo y un ligero incremento de las importaciones. Estas son considerablemente inferiores a las de hace un año, y las exportaciones algo superiores. Todavía es un síntoma favorable el que el mayor aumento de exportaciones se registre en los productos elaborados, en tanto que en la importación, éstos han bajado y aumentado las de materias primas. Si estos hechos no tienen una existencia fugaz y persisten y se acentúan en los meses futuros, el aspecto de la situación económica de Francia podía ser considerado bajo una perspectiva mucho más halagüeña que hasta ahora.

Desgraciadamente se perfilan sobre el horizonte peligros de orden internacional, social y político que dominan a los factores económicos en el sentido de que del rumbo que aquéllos tomen dependerá principalmente la evolución futura de la economía mundial.

Servicio de Estudios.

- 2 AGOS. 1934

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

La evolución de la coyuntura económica durante el verano no ha sido decisiva en ningún sentido. La economía mundial se arrastra lánguidamente sin salir de la depresión, aunque ésta en conjunto no se acentúe. Todo hace presagiar que esta fase del ciclo ha de ser larga y que, a menos de surgir algun acontecimiento imprevisto de gran magnitud, tardará a producirse el punto climatérico del auge, no obstante todos los esfuerzos por provocarlo.

Contribuyen a ello diversas circunstancias. La depresión promueve fenómenos que son favorables a la reanudación de la actividad económica: la baja del interés, la reducción de los salarios y el reajuste general de la economía en sus factores numéricos. Pero ahora se ofrecen resistencias particulares a ese reajuste. La reavivación del comercio exterior - que es uno de los elementos más importantes, porque no sólo permite realizar con mayor holgura la corrección de las superproducciones, sino que favorece la circulación internacional de los capitales - en lugar de hallar facilidades, tropieza cada día con mayores obstáculos, merced a las nuevas armas monetarias y aduaneras que la actual depresión, con su consiguiente guerra económica, ha hecho surgir.

La circulación financiera misma se halla directamente afectada por la declaración en quiebra de los países, so pretexto de medidas de sanidad monetaria. El reajuste de los costes y los precios resulta estorbado por la virulencia de las luchas sociales, que deprime el rendimiento industrial. La misma baja del interés no se generaliza, por el retraimiento del capital ante la sensación de inseguridad, que más bien impulsa al atesoramiento que a la inversión; y el atesoramiento no es la última causa de las vicisitudes monetarias, puesto que sustrae a la circulación efectiva metal monetario, que de este

modo se encarece dificultando el mantenimiento de un patrón fijo metálico.

Y lo peor es que estos males antes bien se acentúan que se corrigen con la prolongación del período depresivo. Sería menester que un acuerdo internacional aceptado y cumplido de buena fe permitiera liquidar de una vez los obstáculos al desarrollo de las relaciones económicas normales, pero esto parece todavía bastante poco viable.

Los Estados Unidos, a causa sin duda de la mayor **agilidad** y volumen de su economía, han sido muy a menudo, en el último siglo, los que han desempeñado un papel directivo en la evolución de los ciclos económicos. Desgraciadamente, es ahora el ^{país} que muestra perspectivas menos alentadoras; el actual verano se está mostrando especialmente adverso en aquel país, y la gran magnitud de los conflictos sociales que padece, hace temer que la situación no mejore por el momento. Los países del patrón oro siguen acusando síntomas de creciente depresión. El bloque libra presenta en general mejores perspectivas, especialmente en los países secundarios, pero en la Gran Bretaña el movimiento de auge que se había iniciado antes bien parece tender a paralizarse.

El momento económico es, pues, en conjunto, francamente estacionario en el mundo.

Servicio de Estudios.

- 6 SEPT. 1934

C R Ó N I C A S E M A N A L .

La reciente baja de la libra ha recrudecido los temores de que, forzados a abandonar el oro a los países que lo conservan, la general desconexión de las monedas de su patrón tradicional nos envuelva en una guerra monetaria, mejor dicho, aporte una nueva arma a la guerra comercial que los países sostienen hasta ahora con medidas aduaneras, restricciones comerciales y de cambios, contingentes, etc.

La posibilidad de ello es innegable. Naciones que han sido bastante ciegas, y lo siguen siendo, para destruir mutuamente su comercio mediante la política suicida de ir creando toda suerte de impedimentos a las transacciones entre los países, no se puede afirmar que no vayan a caer en el burdo engaño que les ofrece una carrera a la baja en el valor de las monedas, que sería el coronamiento del gran desastre económico que aflige al mundo civilizado.

Pero no se debe exagerar el peligro. Para muchos no hay término medio entre la vinculación del valor de la moneda al oro o una depreciación sin término ni fin. Y la verdad es que no hay razón para mantener una posición tan extrema, ni experiencia que lo autorice.

El fin último a que todo sistema monetario tiende en las relaciones exteriores de cada país es a mantener el equilibrio entre cobros y pagos. En las relaciones interiores el fin ideal del sistema monetario es conservar la estabilidad de precios. Mientras en un sistema monetario estos dos objetivos se realizan simultáneamente, las cosas van óptimamente, sea el sistema de patrón oro u otro cualquiera.

El mal viene cuando entran en conflicto estos dos objetivos fundamentales e independientes, cuando en cualquier sistema monetario que sea se advierte que, al conservar sensiblemente la estabilidad interna de los precios, la balanza de pagos se desequilibra notablemente; o a la inversa, que el mantenimiento del equilibrio en la balanza de pagos implica un descenso constante y acentuado de los precios interiores, al que la economía nacional no se puede adaptar.

En esto ha consistido esencialmente la crisis del patrón oro en el mundo. Muchos países se han visto en el trance de perder su oro y ver bajar sus precios precipitadamente para mantener el equilibrio de sus balanzas de pagos, y han dejado el oro, lo que les permite equilibrar sus balanzas de pagos y al mismo tiempo mantener la relativa estabilidad de sus niveles de precios. Esto es lo que ha hecho Inglaterra y, en general, los países del bloque libra. Los Estados Unidos no se han contentado con el statu quo de los precios en el momento de desestabilizar, sino que han querido volver a precios más altos, y de aquí su baja forzada del dólar y tantos expedientes de vario resultado.

La posición inglesa es más racional, pero envuelve la fluctuación constante del cambio para adaptarse a las variaciones de sus pagos y cobros exteriores. Con su fondo de regulación pretende regularizar esas fluctuaciones y atenuarlas, pero el empeño de conseguir una estabilidad de hecho es imposible, porque esto anularía la ventaja de no tener su moneda unida al oro sin evitar sus inconvenientes principales. Aun en el empeño de atenuar ciertas fluctuaciones ha de fracasar con frecuencia, porque para tener asegurado el éxito en esa empresa sería menester poder prever los acontecimientos y adelantarse a ellos. No siendo así, por muy grande que sea la masa de maniobra de que se disponga, llegará un momento en que un cambio previamente considerado como conveniente, resultará insostenible y habrá que aceptar su variación brusca.

Pero esto no implica que la moneda inglesa ni ninguna otra desconectada del oro haya de desvalorizarse continuamente, lo que implicaría una depreciación interna constante. Sobre esto los españoles tenemos más larga experiencia que ningún país.

Entre mantener la moneda con un valor constante en oro y dejar depreciar indefinidamente su valor en mercancías, hay un término de virtud que consiste en procurar mantener el equilibrio de la balanza de pagos y que el cambio se regule en consecuencia, subiendo o bajando lo suficiente para conservar ese ajuste establemente.

Claro que si algunos países importantes se propusieran bajar forzosamente la cotización de su moneda, la conservación de aquel ajuste exigiría la baja consiguiente de las demás, originándose esa carrera a la desvalorización de que antes hablábamos. Pero hay que esperar que un último destello de buen sentido económico impedirá que ningún gran país se lance por esa vía desastrosa.

Servicio de Estudios.

13 SEPT. 1934

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

La batalla del franco sigue librándose con inciertas perspectivas. El partido de los devaluadores, de que Mr. Paul Reynaud es un destacado adalid, explana sus argumentos cada día con mayor vivacidad. En un reciente artículo, el político y hacendista francés recalca su opinión. 49 países - dice - han perdido parte del valor oro de sus monedas desde que comenzó la crisis y en ningún caso ha sobrevenido la inflación monetaria ni ha aumentado el coste de la vida, pero en cambio ha mejorado el crédito público, han bajado los tipos de interés y se elevan los precios de las materias primas, reduciendo así el margen entre éstos y los precios de los productos elaborados y favoreciendo la recuperación económica. Mr. Reynaud no sólo defiende su tesis, sino que ataca la de sus contrarios, arguyendo que la deflación aumenta automáticamente el peso de los impuestos públicos y de las deudas privadas, disminuye el rendimiento de los tributos, enriquece al peor tipo de especulador, esto es, al atesorador, y representa la multiplicación de los contingentes de importaciones y de los subsidios, y en último término envuelve la ruptura de los sagrados contratos. La devaluación se ofrece en ciertos casos como el único escudo contra la inflación.

Esta prédica cae sobre una población descontenta por diversos motivos, todos los cuales pueden referirse a la difícil situación que la deflación crea y que por uno u otro concepto a todos perjudica. La desocupación ha aumentado en un 33 % respecto a las cifras del año anterior. El índice de producción industrial es 3 puntos más bajo que el de 1914, cuando el año anterior estaba doce puntos por encima de aquella base. El índice bursátil baja constantemente (189 en la actualidad, 240 hace dos años, 300 hace tres y 420 hace cuatro). El dinero está, pues, caro, síntoma deprimente que contrasta con la baratura del dinero en los mercados anglosajones. El Gobierno francés tiene que pagar más del 5 % por sus empréstitos, mientras que Inglaterra y los Estados Unidos los obtienen al 3 %, no obstante la inestabilidad de sus monedas. Existe una notable diferencia entre el precio del dinero a corto y a largo plazo, síntoma de que las disponibilidades son abundantes, pero no se atreven a comprometerse en inversiones sino por poco tiempo.

Los últimos datos del comercio exterior, cuyo detalle se podrá encontrar en nuestro informe precedente, junto con los de los últimos balances del Banco de Francia, acusan una persistente contracción en las cifras globales con alguna mejora en el déficit. La afluencia de oro al Banco central sigue, sin embargo, aunque, en el último balance aparecido, con ritmo algo más lento que en las semanas anteriores. Esto se puede interpretar como una afluencia de capitales a Francia, alentados por el mayor interés y acaso también por las reiteradas declaraciones de que se mantendrá el statu quo monetario, y aunque de esto la seguridad no sea de todos modos muy grande, son mayores los temores de que siga la devaluación de la libra, del dólar y sus monedas satélites.

Empero, esa probable afluencia de capitales no basta a aflojar la tensión financiera. El número de quiebras sigue en aumento, siendo el índice mensual de Agosto 168 contra 145 en Julio de 1933 (Base: 1913 = 100). La contracción del comercio interior progresa cada vez más, a juzgar por la recaudación de ferrocarriles (véanse los datos en nuestro informe precedente).

El Ministro de Hacienda acaba de presentar un presupuesto nivelado, pero todo el mundo entiende que se trata de una nivelación sobre el papel y, a juzgar por sus mismas declaraciones, no parece que él mismo se forme grandes ilusiones respecto a los resultados reales. El déficit de los años de crisis ha ido en aumento. 2,600 millones en 1930/31, 5,500 en 1931/32, 6,000 millones en 9 meses de 1933, que corresponden a un déficit anual de 8,000 y, en 1933, cerca de 7,000 millones, no obstante los refuerzos tributarios y alguna reducción obtenida en los gastos. El actual también se saldará con un déficit muy superior al previsto.

En las declaraciones formuladas, a raíz de presentar su presupuesto, por el Ministro de Hacienda francés, después de una filípica a los funcionarios y a los políticos que miran más a sus intereses electores que a los de la Hacienda, hay estas apreciaciones sombrías: "Tengo que hacer frente en Septiembre a una operación de 2,000 millones y en Octubre a otra de 5,500. Si el actual Gobierno tuviese que dimitir, desafío a cualquier Ministro de Hacienda a que lleve a buen término el menor empréstito interior. Esto sería la quiebra, el cierre de las cajas del Estado. Y no nos engañemos; la si-

tuación puede cambiarse en poco tiempo; en 8 días se puede pasar de la seguridad real de ahora a una inseguridad angustiosa". Descontando lo que pueda haber de argumento político (y hay que tener en cuenta que no se trata de un Gobierno de partido), queda siempre una perspectiva bien poco halagüeña.

La crisis no pasa y el pesimismo cunde. El corresponsal en Francia de "The Financial News" comunica: "Hace un año había incluso tímidas afirmaciones de que estaba vencido lo peor: el invierno se afrontaba con cierta tranquilidad. Hoy el invierno es temido. Se extiende la convicción de que será más duro que ninguno lo ha sido desde la guerra". Esta situación de espíritu es propicia a que cualquier causa, al parecer poco importante en sí, determine ese cambio brusco de situación con que Mr. Germain Martin amenaza y que forzaría el desenlace de la cuestión monetaria.

Servicio de Estudios.

20 SEPT. 1934

CRÓNICA SEMANAL

Las impresiones que se tienen en el mundo financiero acerca del futuro valor de la libra y del dólar son francamente pesimistas. No hay que esperar una reacción de estas monedas, al menos el propósito no es favorecerla con medidas artificiales. El fondo de regulación inglés se empleará en todo caso en procurar que, si una tendencia bajista se inicia, sea gradual, sin intentar impedirla, cosa que de todos modos sería empresa imposible. Y si, como se presume, la devaluación del dólar tiene una segunda parte, la prensa financiera inglesa admite sin rebozo que la libra seguirá deliberadamente el paso que el dólar le marque.

Si tal cosa ocurre, la presión sobre las monedas del bloque oro se acentuará todavía, pues el hecho de que los países hoy fuera del oro, y que representan la mayor masa de la economía mundial, coticen el metal amarillo a precios cada vez superiores, no puede menos de determinar, a través del comercio internacional y a pesar de los restringido que hoy se halla, una presión enorme hacia su elevación también en los países del bloque oro. Mas como esa elevación no puede producirse con respecto a las monedas, en tanto el patrón oro sea efectivo en dichos países, la elevación se ha de verificar con respecto a las demás mercancías únicamente, es decir, los precios han de seguir bajando, lo cual representa la prosecución del proceso depresivo que pesa sobre las economías todavía apoyadas en el patrón oro.

Esta presión resulta ya insoportable y buena prueba de ello es que el esfuerzo de estos países se dirige a adoptar medidas que paralicen aquel proceso. Tal es, por ejemplo, el gran plan de obras por 10.000 millones de francos, que si tiene por propósito inmediato atacar el paro directamente y estimular aquellos ramos industriales más deprimidos, cosa que indirectamente tiende al mismo resultado, su efecto concomitante será sostener los precios, impedir la caída a que los precipita el libre juego de la moneda

con valor oro fijo. Tal es también la reforma belga de su sistema bancario y de crédito con objeto de bajar artificialmente el interés de los préstamos y dar liquidez a los capitales y depósitos de los Bancos, inmovilizados en créditos a las industrias que, a causa de su estado de depresión, se ven imposibilitadas de amortizar sus préstamos; directamente no se propone impedir la deflación, pero en el fondo la eficacia de la reforma depende de que permita moderar esa caída, obtener un respiro en esa precipitada deflación que se está produciendo. Tal es, en otro orden, el sistema de tasas mínimas impuestas al precio de determinados productos cuya producción remuneradora se estima de interés fundamental para la economía, como el trigo, el carbón, etc. Todo esto obedece a necesidades vitales hondamente sentidas, pero va en contra del proceso de baja que técnicamente sería necesario para que el equilibrio se estableciese, y crea un estado de tensión cada día mayor, que sólo puede mantenerse mediante restricciones al libre juego de los factores económicos. De aquí nace un cúmulo cada día mayor de impedimentos y dificultades al comercio, al comercio exterior principalmente, aunque no pocas veces al interior también.

Y el caso es que todo esto comporta concadenadamente una asfixia gradual del comercio. Y las naciones se dan cuenta - no sería posible dejar de advertirlo - que éste es uno de los factores que más perniciosamente juegan en la prolongación de la crisis mundial y en las dificultades monetarias mismas, y sinceramente desean encontrar manera de ponerle remedio.

Así Francia sugiere el proyecto de una conferencia internacional que, con fines menos ambiciosos que los de la de Londres, buscara la manera de aligerar los impedimentos comerciales. Francia es, sin embargo, el país que más ha contribuido a crearlos con su rabioso proteccionismo y con su invención de los contingentes que luego han copiado los demás países. Es difícil que tal proyecto llegue a tener realización, pero aunque la tuviera, su éxito es más que dudoso, dudoso aún cuando se llegara a algún

acuerdo práctico, porque, pese a todas las buenas intenciones, los países de patrón oro se verán forzados a extremar las medidas de defensa comercial, como único paliativo para que el conflicto que resulta de la tendencia a la baja de los precios oro y el esfuerzo por mantener los precios interiores no se agudice hasta la imposibilidad material de impedir un definitivo y violento desenlace.

Servicio de Estudios.

27 SEPT. 1934

económica del bloque oro empeora el comercio de los países de la libra, el resultado será una mayor depreciación de ~~esa~~ moneda, lo que agrandará el margen diferencial de precios dentro y fuera del bloque, exigirá nuevas medidas deflacionistas en los países oro y recrudecerá sus dificultades hacendísticas". El mismo diario financiero considera las medidas deflacionistas exigidas por la sobrevaluación de las monedas oro como uno de los principales obstáculos que se oponen a la restauración económica del mundo.

Sea de esto lo que quiera, el mayor peligro sin duda de la constitución del bloque oro, con su secuela de medidas defensivas, se acusa contra los países que son ajenos tanto al bloque oro como al bloque libra y dólar, es decir, aquellos que sin estar en el bloque oro no ligan sus precios a los de las monedas en baja y se esfuerzan en conservar la actual valuación oro de sus monedas, y muy especialmente para el nuestro que, teniendo importantes relaciones con uno y otro grupo de naciones, puede verse duramente afectado, en sus relaciones con los países del bloque oro por las medidas de protección preferencial mutua que entre sí se concedan, y en sus relaciones con los países del bloque libra por una mayor desconexión entre el valor de la peseta y la libra.

Servicio de Estudios.

- 4 OCT. 1934

Las declaraciones del Ministro de Hacienda inglés, que transcribimos detalladamente más adelante, no dejan lugar a duda acerca de cuál va a ser la política monetaria de aquel Gobierno en el futuro previsible.

Mr. Chamberlain, después de hacer un resumen de los adelantos hechos por la Gran Bretaña en su restauración económica a partir del abandono del oro, adelantos que son debidos principalmente a la restauración del comercio interior, es decir, a una mayor autarquía económica (self-sufficiency) del país, y de exponer su desconfianza en cualquier Conferencia internacional para tratar el asunto del restablecimiento de un patrón monetario internacional en cuya próxima realización no cree en modo alguno, recalca de modo definitivo el propósito de mantener la absoluta independencia de la libra, tanto respecto al dólar como a las monedas oro. Esto descarta de una manera definitiva toda posibilidad próxima de estabilización de las monedas, y confirma nuestra conjetura de que aquella suspensión por seis meses del patrón oro en Inglaterra duraría años.

Entre tanto, los proyectos de una conferencia de los países de monedas oro para constituir de una manera efectiva el bloque oro siguen su curso. Pero pronto se ha echado de ver que el proyecto ofrece muy serias dificultades. Inglaterra no renunciará a la cláusula de nación más favorecida, y en esas condiciones es difícil para los países del bloque concederse trato de favor, sin lo cual una unión económica completa resulta imposible. Parece, pues, pensarse más bien en llegar a acuerdos plurilaterales que abran la puerta a convenios con otras naciones que las del bloque. Todo parece indicar que el proyecto se disolverá en realizaciones de escasa eficacia para el fin que en principio anima a los promotores de la idea.

El Ministro de Hacienda francés, para salir al paso de las críticas que se hacen al mantenimiento del patrón oro,

basadas en el desajuste entre los precios en Francia y en el extranjero, ha dado la siguiente estadística sobre las variaciones de los precios en los países del bloque oro y los de monedas erráticas, desde Septiembre de 1931 hasta agosto último.

<u>Países del bloque oro</u> Bajas relativas de los precios,		<u>Países sin moneda oro</u> Aumentos relativos de los precios.	
Francia	21 %	Inglaterra	6½ %
Italia	16 %	Estados Unidos (desde Abril 1933)	20 %
Bélgica	20 %	Dinamarca	23 %
Holanda	15 %	Grecia	37 %
Suíza	15 %	Japón	16 %
Polonia	22 %		

Estos datos indican, en cuanto se les puede conceder validez, una tendencia a verificarse un reajuste, reajuste que ha de consistir en la baja de los precios en los países de moneda oro y en el alza de los precios en los países de moneda papel, pero no nos indica en modo alguno que ese reajuste esté ya hecho; antes bien es de creer que el reajuste ha de proseguir, y en ese proceso está, según hemos hecho constar varias veces, el peligro que amenaza a los países de patrón oro, el peligro de ver agudizarse la crisis, mientras las demás naciones van encontrando cada día un alivio mayor de ella. Porque con ser interesantes el equilibrio entre los niveles de precios internacionales, habida cuenta de los cambios, lo es mucho más el equilibrio interno entre precios de venta y costes de producción. Y esto es lo que el descenso constante de los precios generales dificulta.

Estos días se queja la prensa inglesa del dumping de trigo realizado por los franceses. Estos han exportado, según las informaciones inglesas, 230.000 toneladas de trigo a Alemania, Italia, Inglaterra, Escandinavia y otros países y se prepara a exportar otras 120.000 o acaso 220.000. Esas cifras son discutidas por

Francia, mas el hecho de la exportación en grandes cantidades es innegable, así como el hecho de que la exportación se hace a un precio que es el 28 % del precio de tasa en el mercado interior francés. A ello arguyen los franceses que no se trata de un dumping, porque la exportación se hace sin subvención del Gobierno francés y a expensas de un impuesto al trigo que entra en los molinos franceses y que perciben los Sindicatos exportadores. De todos modos ello representa una carga de más de 100 millones de francos que paga la economía francesa y en particular el consumidor francés de pan, para poder vender el trigo al exterior a un precio inferior al de importación de las colonias y Dominios. Esto no favorecerá la paz comercial, y revela el gran desquiciamiento de precios y costes que existe en producciones fundamentales.

Servicio de Estudios.

11 OCT. 1934

Repetidas veces nos hemos ocupado en esta crónica del problema de la plata, últimamente con motivo de la disposición dada en Mayo último por el Gobierno norteamericano, en virtud de la cual se decretaba la introducción de ese metal en la reserva legal de los Bancos emisores norteamericanos. Aunque no se determinaba en aquella disposición plazo para que en las cajas de la reserva se acumulase el 25 % de ella en plata y se fijaban limitaciones de precio, era fácil vaticinar, como entonces presagiábamos, que bajo la presión de los argentistas y el deseo del actual Gobierno norteamericano de producir una cierta inflación controlada, el ritmo de cumplimiento de ese principio legal sentado un poco teóricamente no haría sino acelerarse, y que ello habría de determinar la elevación del precio de la plata, rompiendo las limitaciones impuestas por la ley primitiva.

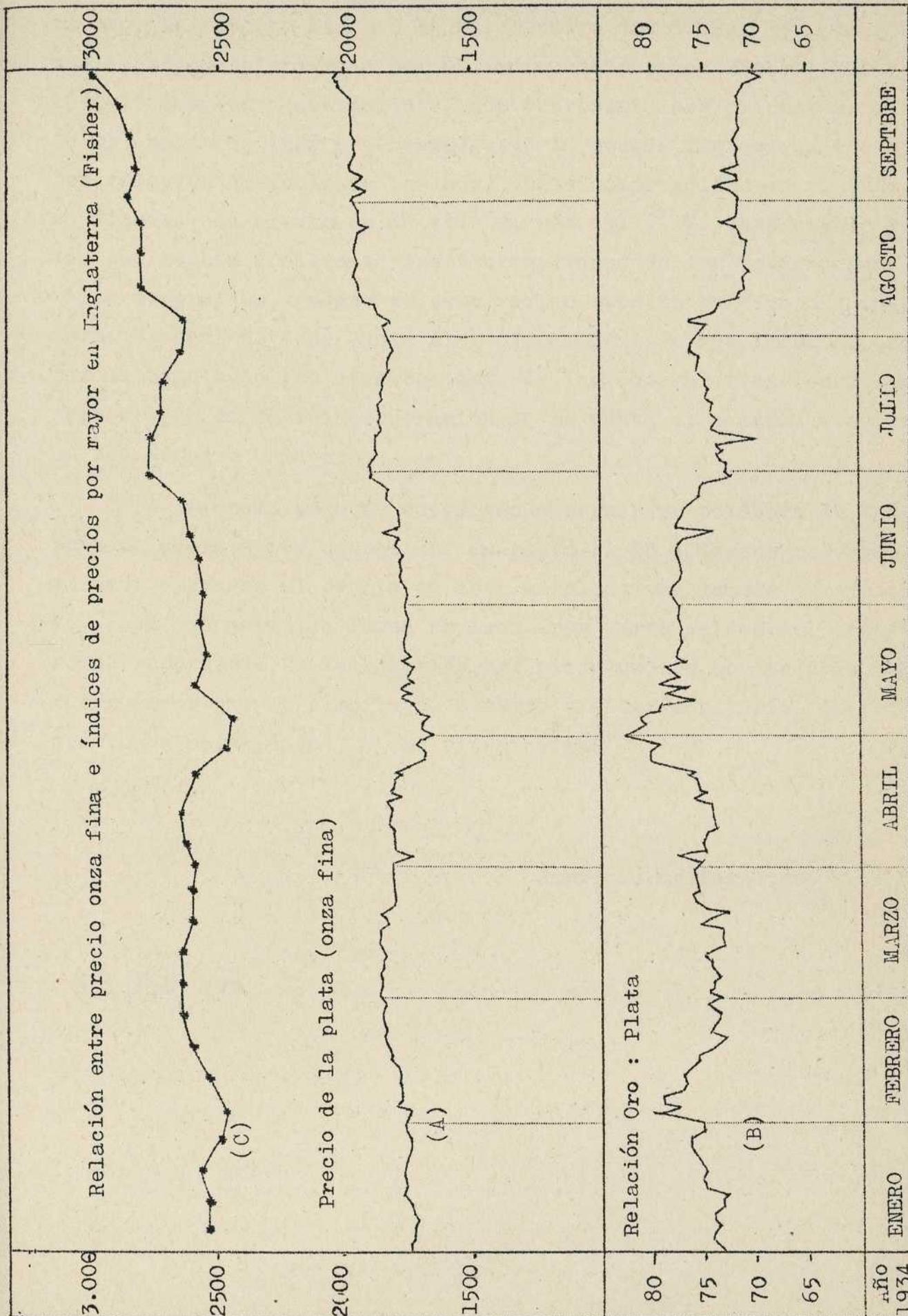
En efecto, poco después, en Agosto último, y como extensión de la ley de Diciembre de 1933 en que se dispuso la compra de la plata de nueva extracción de las minas de los Estados Unidos, se decreta la compra de toda la plata existente en los Estados Unidos a un precio fijo, que ya no es el fijado en aquella ley, sino el que resulta de los precios del mercado en el período precedente a la promulgación de la ley ampliatoria, precio naturalmente bastante superior.

Posteriormente, Norteamérica ha iniciado las compras en el exterior y se muestra dispuesta a recibir en plata los saldos de su comercio exterior. Sus compras han sido bastante importantes para inquietar al Gobierno de China que ve en perspectiva una carestía del medio circulante habitual en el país y, como consecuencia, una caída de los precios susceptible de provocar una aguda crisis en el país. Ello ha motivado una comunicación del Gobierno chino al norteamericano, pero éste no parece dispuesto a cesar en

su política de compras de plata. Ve en ello un medio de estimular sus exportaciones sin tener en cambio que aceptar importaciones equivalentes en mercancías ordinarias, puesto que se saldan en un artículo que queda esterilizado en las arcas de la Reserva Federal y, en todo caso irá encontrando su equivalencia en dinero que salga al mercado, es decir, en medios de compra, en lugar de ser una mercancía más que busca comprador.

China trata de defenderse por la creación de un impuesto variable sobre la exportación de plata, impuesto diferencial que tendería a absorber la diferencia entre el valor interior, que desearía mantener estable, y el precio exterior que, bajo el efecto de las compras norteamericanas, tiende a subir de un modo harto sensible. Esto constituye una restricción formal del libre patrón plata, que es dudoso que logre a la larga su objeto; es más que probable que, a impulsos de la diferencia de precios, la plata vaya filtrándose a través de las fronteras y que, no siendo repuesta por ningún tráfico inverso, acabe por encarecerse de todos modos, lo que obligará a la China a manipulaciones monetarias parecidas a las que el encarecimiento del oro ha determinado en los países que toman este metal como base predilecta de su sistema monetario.

En un cuadro adjunto, resumimos gráficamente las fluctuaciones que ha tenido el precio de la plata día por día durante los nueve meses transcurridos del año actual, en el mercado de Londres. La línea A es la fluctuación del precio de la plata expresado en moneda inglesa (milésimas de chelín por onza fina) se observa desde luego la franca tendencia ascendente desde fines de Abril hasta la fecha (elevación un 22 %). La línea B marca las variaciones de la relación entre el precio del oro y la plata en el mismo mercado; es, por consiguiente, la inversa del precio de la plata expresado en oro. La relación ha pasado de 83 a fines de Abril a 70 a fines de Setiembre, es decir, un aumento de más del 12 % en el precio de la plata con relación



Fluctuación diaria del precio de la plata en el mercado de Londres en relación con la moneda inglesa (línea A), en relación con el oro (línea B) y en relación con el índice de los precios al por mayor (línea C).

al oro. La tercera línea C se ha obtenido dividiendo los precios de la onza de plata fina por el índice de precios Fisher (base: 1928=100) y, por consiguiente, nos representa los precios medidos en el chelín de 1928 (valor medio de la moneda inglesa en ese año con relación al medio de las mercancías comprendidas en el índice de Fisher); la elevación ha sido de más del 21 %, esto es, la plata, que seguía dócilmente las fluctuaciones de los índices generales de precios, (según se pudo ver en nuestro gráfico del informe semanal de 7 de Junio último), comienza a separarse de ese paralelismo bajo los efectos tanto de las desvalorizaciones monetarias como de la reincorporación de la plata al sistema monetario en los Estados Unidos.

Si, como parece, éstos van a seguir su política de compras de plata hasta constituir en plata el 25 % de sus reservas, veremos elevarse el precio de este metal de una manera persistente. Y si esa política fuese copiada por otros países, el proceso se acentuaría, y la relación oro plata que es hoy todavía 4,5 veces mayor que la clásica de nuestro sistema monetario, se iría acercando notablemente a esa vieja cifra.

Servicio de Estudios.

18 OCT. 1934

C R Ó N I C A S E M A N A L.

Ha terminado la conferencia de Bruselas entre los países del bloque oro. Aparte de la consabida declaración de permanecer fieles al sistema manteniendo el valor actual de sus monedas, las conclusiones a que ha llegado son éstas: 1ª, compromiso de entablar negociaciones bilaterales entre los seis países para lograr un aumento de 10 % en sus intercambios sobre el volumen que han alcanzado entre 1º de Julio de 1933 y 30 de Junio de 1934; 2ª, compromiso de comenzar estas negociaciones seguidamente y llevarlas a término en el plazo máximo de un año; 3ª, reunión inmediata de tres Subcomités para el estudio de la propaganda comercial, el turismo y los transportes entre sí; 4ª, convocatoria dentro de 3 meses de una Comisión general que se entere del estado de las negociaciones y fije nuevo programa; 5ª, creación en Bruselas de una oficina permanente con un Secretariado y diversos servicios técnicos.

Los propósitos son modestos y los resultados por ahora puramente formularios. Aun así las dificultades prácticas del programa van a ser grandes, debido a que los países del bloque tienen entre sí balanzas comerciales desequilibradas, y es probable, dadas las corrientes actuales de la política actual, que el deseo de los miembros con balanza deficitaria de conseguir el equilibrio, constituya un serio inconveniente.

La dificultad mayor nace de los tratados que Francia tiene con los países del bloque libra, en que se incluye la cláusula de nación más favorecida y cuya denuncia no creemos que Francia se decida a hacer, pues ello daría lugar a una franca guerra comercial en que, si los países del bloque oro quedarían con las manos libres para concederse un trato preferencial, también los del bloque libra recobrarían su plena libertad y, dada la mayor dimensión y mejor situación comercial de este grupo, ya favorecido por la independencia de sus monedas, no creemos que las ventajas fueran en favor del bloque oro.

Parece que la solución que se va a adoptar es contornear el obstáculo mediante diversos expedientes, entre ellos el reservar a los países del bloque oro los remanentes no utilizados de las cuotas correspondientes a otros países, y acaso la aplicación a los países sin moneda oro de coeficientes por moneda depreciada. Pero es dudoso que tales expedientes logren evitar la protesta y represalia de los países afectados, de modo que una guerra comercial más o menos sorda parece inevitable entre los dos grupos monetarios. En esta guerra la neutralidad va a ser difícil y expuesta a llevar la peor parte.

La posición del bloque oro es la que se halla en mayor peligro de sufrir defecciones. Hay sobre todo dos naciones dentro del bloque: Italia y Holanda, que se encuentran en situación de extrema dificultad.

Italia tiene una balanza adversa que sólo por exportaciones de oro ha podido saldar, pero las reservas de oro de Italia han llegado casi a los límites estatutarios y la lira sigue ofreciendo una debilidad persistente que la mantiene por debajo de su cotización o, más de lo que exigiría un libre funcionamiento de los "gold points". Por otra parte, sus intereses comerciales se hallan más del lado de los países que no pertenecen al bloque oro; de los 6,000 millones de la exportación italiana en 1933, poco más de 1,000 han ido a los países del bloque (a Francia y a Suiza, casi exclusivamente, por mitad) mientras que Alemania le ha comprado 728 millones, Inglaterra 681, y los Estados Unidos 518. Esto ha de ser considerado seriamente por Italia antes de entrar en compromisos comerciales que fácilmente pueden enajenarle más ventas a sus clientes principales que las que le haga adquirir problemáticamente dentro del bloque, donde en la mayoría de los artículos encontrará más rivalidades que adaptaciones.

Holanda es un país cuyo comercio se halla ligado tradicionalmente a Inglaterra y a Alemania y a otros países del Norte, y la misma Bélgica necesita extraordinariamente de los mercados ingleses. Han de poner el mayor cuidado en evitar una guerra comer-

cial que les **podría ser funesta.**

La situación económica de Holanda es particularmente delicada. Cada día es mayor el número de opiniones calificadas que se pronuncian por una devaluación del florín. Últimamente el Director de los mayores astilleros de Holanda, próximos a cerrarse a causa de la crisis, plantea el problema industrial de los Países Bajos en estos términos angustiosos: hay que optar por la ruina de las industrias abandonadas a sí mismas; por dar a la industria un carácter estatificado mediante un régimen de subsidios, o por devaluar el florín, con abandono o no del patrón oro. Según la opinión general, la deflación es el fracaso, y la inacción constituye la ruina. Un conocido banquero que ocupa un lugar importante en la banca holandesa, Mr. van Walsee, en un reciente folleto titulado "Hacia la devaluación del florín", defiende esta tesis después de estudiar la difícil situación del país y los efectos favorables que han tenido en los respectivos países la baja de la libra y el dólar.

Mientras el bloque oro se encuentra así amenazado de desmembramiento, el bloque libra va extendiendo su vasto imperio. Después de la adhesión de los países sudamericanos, la suspensión del patrón oro en China y la regulación de su impuesto de exportación sobre la plata según el precio del metal en Londres, se saluda en Inglaterra como la futura adhesión sustancial de China al bloque libra, con lo cual éste vendrá a constituir de hecho la unión monetaria más grande que nunca haya existido. El "Financial Times" saluda estos acontecimientos como el camino posible de que, convirtiéndose la libra en patrón casi universal, su valor se establezca cada día más y constituya el mejor medio de volver efectivamente al patrón oro por una gradual circulación del oro dentro del grupo y el establecimiento de los nuevos valores para cada moneda que la experiencia aconseje como más adecuados para el futuro equilibrio de los cambios.

Sea de esto lo que quiera, lo cierto es que los países del

bloque libra muestran una situación que tiende a mejorar, en tanto que en los del bloque oro no cesan de amontonarse las dificultades, y que Londres, gracias a la extensión adquirida por los países que regulan el valor de sus monedas por el de la esterlina, va recuperando su posición de primera plaza bancaria del mundo, lo que no hubiera parecido factible a la mayoría de los economistas en el momento en que la Gran Bretaña renunció, hace tres años, a mantener el valor fijo oro de su moneda.

Servicio de Estudios.

25 OCT. 1934

CRÓNICA SEMANAL.

Todo induce a creer - y esta es una opinión que se extiende cada día más en los medios financieros bien informados - que la reciente reunión de representantes de los países del bloque oro en Bruselas, lejos de representar un síntoma de fortaleza y fe, ha sido una última tentativa desesperada para dar vida a un conglomerado adventicio en trance de desmoronamiento y descomposición. Holanda y Bélgica parecen los primeros países predestinados a iniciar la desbandada. Sus economías se hallan demasiado enlazadas a las de Inglaterra y de la Europa septentrional, como señalábamos en nuestra crónica anterior, para soportar un aislamiento que cada día se hace mayor. No ha muchos días circuló por la prensa europea la noticia del abandono del patrón oro por Bélgica, y aunque no se ha confirmado - y realmente no resultaba muy verosímil tan inmediatamente después de la Conferencia de Bruselas - no sería nada extraño que en un próximo día se convirtiese en realidad. El contraste entre la situación relativamente holgada de los países del bloque libra y la creciente presión económica que sufren los del bloque oro, es demasiado violento para que pueda subsistir mucho tiempo. La opinión pública culta de estos países en favor de la devaluación va creciendo a ojos vistas, y si circunstancias técnicas no la imponen a los gobernantes, es muy posible que resulte de un movimiento incontrastable de opinión.

Mientras los países del bloque oro tratan a fortiori de imponerse un aumento de sus relaciones comerciales mutuas, los países del bloque esterlina van obteniendo ese aumento como resultado natural del juego de precios. He aquí una estadística que tomamos del "Financial Times".

PORCENTAJE DEL COMERCIO INGLÉS.

con los países del
bloque libra.

con los demás.

Importación.

1 ^{er} . semestre 1929	44,4 %	53,6
" " 1934	52,3	47,7

Exportación.

1929	54,7	45,3
1934	57,4	42,6

Estos resultados se explican naturalmente por el hecho de que resulta más barato comprar en los países de moneda depreciada que en los países oro, cuya moneda está notablemente sobrevaluada. La difícil tarea de las negociaciones bilaterales, que ya han comenzado, consiste en esto: que se trata de hacer que cada nación vaya a comprar, no en los países donde los artículos resultan más baratos, sino en aquellos donde resultan más caros, y esto teniendo que respetar formalmente al menos los pactos vigentes con los países extraños. Aunque algo de esto se lograra por medios indirectos, el resultado siempre sería tender a mantener los precios y costes de vida altos dentro de los países del bloque oro y, por consiguiente, a realizar un mayor aislamiento económico de esos países, lo que contribuiría a agravar su situación.

La conveniencia de una moneda estable y la de un cambio estable son evidentes. Pero, ¿cuál ha de ser esa moneda que realice la estabilidad dentro y fuera de cada país, la libra o el franco?

A juicio de los franceses el franco, unido al oro: a juicio de los ingleses la libra, por una extensión cada día mayor de su área. Objetivamente considerada la cuestión no cabe duda que la extensión del área del bloque libra le da una gran ventaja económica. Los factores económicos tienen manifiesta superioridad sobre los monetarios. He aquí un pequeño hecho como síntoma: los hotele-

ros suizos han decidido estabilizar sus precios con respecto a la libra, aunque resulten variables en francos suizos; les importa mucho más asegurarse el cuantioso ingreso de los turistas ingleses, el más importante para ellos, que mantener un precio fijo en su moneda: ello les ocasionará pérdidas considerables, pero serían mayores las que les causaría la desviación de la corriente de viajeros ingleses de la clase media que van a pasar en Suiza el fin de semana. He aquí, pues, una inesperada infiltración del área de la libra dentro del mismo bloque oro.

Para la opinión financiera inglesa, todavía seducida teóricamente por la ortodoxia monetaria tradicional, el gradual aumento del área de la libra que creen ver extendida pronto a los países menores del bloque oro, no significa el apartamiento definitivo del mundo del patrón oro, sino que será el medio de volver a él por la estabilización de la libra, y de establecer "un nuevo patrón oro más elástico".

Cuál sería ese patrón oro más elástico, es lo que no se cuidan de definir, ni probablemente es nadie capaz de hacerlo todavía. Un patrón oro más elástico habría de ser un patrón oro que se pudiera dejar fácilmente cuando conviniera, y es muy de temer que no resultase mas que un patrón oro "pro formula".

Servicio de Estudios.

- 1 NOV. 1934

C R Ó N I C A S E M A N A L .

El momento económico está dominado ahora en el mundo por el factor político, que ha de influir decisivamente los rumbos inmediatos de la política económica de los países. Norteamérica acaba de otorgar un refrendo a la política del Presidente Roosevelt en las últimas elecciones legislativas: acaso esto influya en que esa política, bastante vacilante hasta ahora, se afirme en una directriz determinada. En Inglaterra, las últimas elecciones municipales han inclinado la balanza del lado del laborismo, cuyo advenimiento al poder en sustitución del Gobierno nacional modificaría notablemente las perspectivas económicas del país. En Francia, la inminente caída del Gobierno nacional de tregua de Doumergue abre una interrogante sobre el porvenir financiero de nuestro vecino país en un momento bastante delicado de su política interior y económica. Y lo que haya de ocurrir en estas tres naciones, que hoy por hoy dirigen los tres sectores más importantes de la economía mundial, será lo que marque el rumbo de ésta de un modo inmediato.

La oscuridad de estas incógnitas se aumenta por el hecho de que la suerte futura de la economía de cada país depende en gran parte de lo que los demás hagan. Así la suerte de la moneda francesa no queda solo ligada a lo que pueda traer un cambio en la política interior de Francia, sino a que el dólar se devalúe o no más en vista del nuevo aliento recibido por la política del presidente norteamericano, y a lo que, por iniciativa de la propia interior inglesa o por repercusiones de la política exterior, haya de ocurrir con la libra y sus monedas satélites..

Una situación tal de duda y confusión es propicia a crear en el mercado financiero, sobre todo en el monetario, fluctuaciones considerables y movimientos especulativos que aunque no tengan una influencia decisiva, ni se les pueda otorgar gran significación, no dejarán de perturbar los mercados.

Servicio de Estudios.

-8 NOV. 1934

C r ó n i c a s e m a n a l .

Entre todas las monedas que forman el bloque oro, el belga - estos días tan discutido con motivo de la profunda crisis política que sacude al pequeño país del Escalda - merece especial consideración por el caso particular que envuelve. La moneda belga tiene una de las más fuertes posiciones técnicas. Su cobertura se acerca todavía al 60 por 100 a pesar de las pérdidas últimamente experimentadas, siendo así que la máxima exigencia legal sólo llega al 40 por 100. En el aspecto comercial también se halla monetariamente en condiciones superiores a la mayoría de los demás países del bloque oro, pues los precios belgas han experimentado una reducción más grande, como acusa el siguiente cuadro comparativo:

	Indices de precios		Relación
	Octubre 1934	1929	Oct. 1934/1929
Bélgica.	67,3	123,9	0,54
Francia.	72,5	127,3	0,57
Italia	276,4	481,0	0,57
Holanda.	77,0	142,0	0,54
Suiza.	89,1	141,2	0,63

Las relaciones más bajas son las de Bélgica y Holanda. Si se tiene en cuenta que ya en 1929 la paridad económica era bastante más favorable en el caso de Bélgica que en los demás, se comprende que la situación del pequeño país franco-flamenco para la competencia internacional no es sobrepasada por ningún otro país del bloque. Pues, a pesar de todo esto, hay un síntoma desfavorable para la moneda belga que no deja lugar a duda, y es que los contratos de futuro sobre el franco belga no se hacen sino con un "deport" inusitado. Esto quiere decir que la especulación duda mucho de la solidez de esta moneda en lo venidero.

Si la posición exterior de la moneda belga no puede juzgarse por ningún concepto desfavorable, en comparación, naturalmente, con las demás monedas oro, ¿qué pasa para que el mundo financiero le conceda tan poca firmeza? Pasa que, precisamente a causa de la gran deflación que se ha operado en los precios interiores en Bélgica, la situación de la industria belga es más angustiosa que en otros lados, donde la menor contracción de los precios no ha reducido tanto los márgenes con que la industria se ve obligada a trabajar. La industria belga se ve aplastada por los precios bajos en relación con los costes menos elásticos y que en gran parte están formados por las cargas de deudas contraídas en épocas de mayor holgura, en que el franco valía en mercancías aproximadamente la mitad que ahora, aunque ahora y entonces valga la misma cantidad de miligramos de oro.

A aliviar esta carga tienden las recientes leyes financieras y bancarias dictadas por decreto. Estas leyes, en cuanto sean eficaces, tienden a contener la deflación, pero el caso es que la deflación es necesaria de todos modos si se ha de llegar al equilibrio con el resto del mundo que se halla ahora, en general, fuera del patrón oro, equilibrio que es condición precisa para que puedan irse aliviando las restricciones comerciales y monetarias que son hoy una de las mayores rémoras económicas que impiden el avance de la recuperación y la mejora del tipo de vida en los países. Ese equilibrio no se recuperaría por el hecho de que, al presente mismo, las naciones fuera del oro decidieran estabilizar sus monedas. Esas monedas se estabilizarían, de hacerlo, al tipo de cotización actual que exige, para el equilibrio con las de los países de patrón oro, una devaluación de éstas o una enérgica baja de precios en esos países, que no hay manera de operar sin grandes daños para su economía interna. De este modo, esas naciones se debaten entre la espada del déficit comercial y la pared de la baja de precios interna que supone irremediablemente la agravación indefinida de la crisis.

Ya un ministro holandés se ha dado cuenta de la imposibilidad de mantener siempre la actual valoración del florín y en unas declaraciones, tan indiscretas políticamente como acertadas de doctrina económica, ha hablado de la necesidad en que se encontraría Holanda, llegado que sea el momento todavía lejano de una estabilización, de reducir el valor oro de su moneda a lo que las circunstancias aconsejen, esto es, procurando acercarse a la paridad económica con las demás monedas mundiales. La declaración es indiscreta por cuanto en un país que declara querer mantener el valor oro actual de su moneda, semejante perspectiva, aunque se halle alejada por todo cuanto dista el llegar a una estabilización general, es suspender sobre el valor de esa moneda una espada de Damocles que hará huir de ella a los capitales fluctuantes, cuando más necesario le sea atraerlos. Y, además, si ese reajuste se cree necesario ¿por qué no hacerlo desde ahora en que las dificultades son tan grandes y su necesidad mayor que nunca seguramente?

Todos estos males que ahora se acumulan sobre los países de patrón oro, hacen comprender cuán equivocado era aquel ánimo alegre con que hace unos cuantos años los países que no tenían vinculadas al oro sus monedas se apresuraban a estabilizar, como si eso fuera la panacea de todos los males, sin advertir que con esa estabilización se estaban forjando los grilletes de la futura economía. Se comprende que los países que conservan, a pesar de todo, el patrón oro muchos de los cuales están escarmentados por pasadas y no muy lejanas devaluaciones, se obstinen en aferrarse al régimen que tienen. Pero en naciones que a veces no lo habían tenido nunca, como la nuestra y muchas americanas, aquel snobismo del oro constituye uno de los ejemplos más notorios de frivolidad económica. El afán de estabilizar el valor de la moneda cuando era notorio el declive mundial de los precios oro y la rigidez de los costes interiores, fué uno de los casos más manifiestos de ceguera y contumacia en el error en que se haya podido incurrir.

Desgraciadamente, ni aun en los casos en que tales tendencias no triunfaron, se puede decir que fueron inocuas, pues la tendencia irracional a mantener el cambio de la moneda que caía por causas naturales, llevó a medidas que perjudicaron enormemente a la economía nacional y al Erario, sin que en definitiva impidieran que el cambio buscara su nivel, aunque sí lograron perturbar el mercado durante mucho tiempo. Añádase a ello que tales tendencias lograron dejar su traza en leyes de un anacronismo flagrante, promulgadas cuando el fracaso del patrón oro era ya notorio en el mundo.

Servicio de Estudios.

22 NOV. 1934

C r ó n i c a s e m a n a l.

Puede discutirse la mayor o menor importancia circunstancial que la fluctuación de los tipos de interés puede tener en la coyuntura económica; es indiscutible la función general que en el desarrollo de los ciclos desempeña como factor fundamental este elemento de la economía financiera. Invariablemente vemos, en todos los períodos cíclicos, que los tipos de interés del mercado van aumentando a medida que se desarrolla la fase de alza, para alcanzar su nivel más elevado en el punto culminante de la crisis, a partir del cual van bajando, al compás que adquieren liquidez los capitales, hasta llegar a su punto más bajo en lo más álgido de la depresión, e irse elevando de nuevo cuando la recuperación ha alcanzado un cierto grado.

La intensidad de la fluctuación económica actual, en cuya pertinaz fase de depresión nos encontramos, ha determinado variaciones inusitadas de los tipos de interés. Acaso nunca se han registrado niveles tan bajos como los que alcanza actualmente en Inglaterra el precio del dinero que ha sido rebajado recientemente por los Bancos privados, para el papel a tres meses redescontable en el Banco de Inglaterra, a menos del $\frac{1}{2}$ % anual. He aquí el ritmo anual que ha seguido en el actual ciclo la marcha de los diferentes tipos en la Gran Bretaña:

	Tipo oficial del Banco de Inglaterra	Obligaciones del Tesoro	Papel ban- carío a 3 meses	Dinero a la vista.
Mayo, 1929	5 $\frac{1}{2}$	5 $\frac{3}{8}$	5 $\frac{3}{8}$	4 $\frac{5}{8}$
-- 1930	3 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{1}{8}$	2 $\frac{3}{8}$	2 $\frac{5}{8}$
-- 1931	3	2 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{5}{8}$	2 $\frac{1}{4}$
-- 1932	3 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{1}{4}$	2 $\frac{1}{4}$	2 $\frac{1}{2}$
-- 1933	2	5/8	5/8	3/4
-- 1934	2	7/8	7/8	7/8
Novbre. 1934	2	1/4	3/8	3/8

Este cuadro permite apreciar cómo el proceso de baja, que tendió a reprimirse entre 1931 y 1932, es decir, en el período que precedió y siguió al abandono del patrón oro, se ha intensificado a partir de entonces, alcanzando los pagarés del Tesoro vendidos en el mercado libre el bajo tipo de un cuartillo por cien, es decir, casi un interés nulo, mientras el dinero a la vista y en descuentos a los particulares alcanza todavía tipos ligeramente más bajos. No sin cierto fundamento señala la prensa financiera inglesa estas bajas extraordinarias en el tipo de interés como un paso hacia el dinero libre, hacia el préstamo gratuito.

Hay que tener en cuenta, sin embargo, que estos bajos tipos del dinero a corto plazo, aunque no dejen de reflejarse en el precio del capital o del dinero a largo plazo, ofrecen un margen muy considerable de diferencia. Los valores públicos oscilan en la Bolsa inglesa alrededor de un 3 % efectivo de interés en la actualidad, aunque con tendencia al alza de las cotizaciones.

Las características del mercado financiero inglés, que le distinguen de los mercados continentales, son: que los tipos de la banca privada sean en general más bajos que el tipo oficial, que el dinero a corto plazo ofrezca por lo regular márgenes considerables con respecto al capital colocado a largo plazo y, en fin, los bajos tipos que suelen allí existir para el dinero a la vista y a corto plazo.

Ello es debido principalmente - aparte de la mayor seguridad, que reduce extremadamente lo que en el interés podemos considerar como prima de riesgo, y de los métodos más expeditivos de la banca inglesa, que limitan el elemento de coste del crédito - al sistema de crédito consistente en el depósito ficticio disponible por cheque que permite a la banca privada suministrar abundantes recursos al mercado, sin depender para ello de la emisión fiduciaria.

Como es sabido, a cambio de papel comercial corriente o mediante otra garantía, los Bancos abren créditos comerciales en cuenta corriente que incluyen entre los depósitos, junto a las cuentas resultantes de depositar sumas en efectivo. La costumbre de disponer de esos saldos por cheque, les permite atender al movimiento de esas cuentas sin dinero efectivo, en virtud de que los cheques que se giran raras veces se cobran sino que se entregan para abono en otras cuentas o se compensan. Los grandes Bancos privados no necesitan, pues, redescantar su papel y no han de acudir por tanto al Banco de Inglaterra obligándole a inflar la circulación. Esto les consiente dar el dinero a tipos en general bajos, inferiores casi siempre al descuento oficial del Banco de Inglaterra, tipos que cuando la demanda de fondos no es muy intensa tienden a alcanzar el bajo coste de la operación, puesto que nada limita el volumen de estas operaciones, sino las buenas prácticas bancarias de mantener una adecuada liquidadabilidad.

Estos tipos no se reflejan naturalmente en el mercado de capitales, por cuanto la condición esencial que esa buena liquidadabilidad exige es que tales créditos no se inmovilicen en inversiones fijas. En cuanto algunos lo hacen, el juego de cuentas por pura compensación mediante el cheque deja de ser posible para ellos, porque la inmovilización exige necesariamente que el crédito sea realizado en efectivo por alguno de los titulares, y la tensión bancaria crece en proporción del número de créditos que se hallan en este caso. De aquí el amplio margen que, en épocas de holgura en el mercado financiero, existe entre el interés en el mercado de capitales y en el de dinero, margen que todavía sería mayor si la política del mercado libre del Banco de Inglaterra no tendiera a acercar el tipo de interés a largo plazo a su tipo de interés oficial.

En cambio, cuando las necesidades de la coyuntura económica obligan a inmovilizar créditos, la tensión banca-

ria aumenta y la prudencia de los directores de la gran banca induce a elevar los tipos de interés, que entonces (alta coyuntura) alcanzan a los tipos oficiales, aun siendo éstos más altos que nunca.

Aunque ello explica las especiales características del mercado financiero inglés con respecto a los continentales, existe ahora un contraste grande entre la tendencia a la baja en los precios del dinero que aquél acusa, y la tendencia al alza que se advierte en los principales países del Continente, a pesar de los esfuerzos que se hacen por abaratar el capital como medio de favorecer la iniciación de la restauración económica. Italia acaba de elevar su tipo oficial de descuento del 3 al 4 % y el de préstamos del $3 \frac{1}{2}$ al $4 \frac{1}{2}$. Esto parece indicar que el desarrollo de la coyuntura no sigue una fase paralela en Inglaterra y en el Continente, sino antes bien, al menos en lo que se refiere a este índice importante, acusa una marcha contrapuesta.

Las razones de este fenómeno, a la vez monetarias y económicas, requieren un especial desarrollo.

Servicio de Estudios.

29 NOV. 1934

El nuevo gobierno francés, sin significar un cambio de orientación en el orden monetario, pues su política se seguirá basando en el mantenimiento del valor oro del franco, aporta un nuevo criterio respecto de lo que ha de ser esa política, criterio que ha expresado el jefe del nuevo gobierno en estos términos: El pretendido dilema deflación o devaluación no existe; los precios franceses no tienen por qué bajar, puesto que son los precios extranjeros los que tienden a subir, aproximándose así a los precios franceses para restablecer el equilibrio.

Si este criterio es acertado, toda dificultad desaparece. No hay que esforzarse en hacer bajar los precios y los costes que es el nudo gordiano de toda deflación y que la devaluación procura cortar ante la imposibilidad de deshacerlo. La interna contradicción que parecía existir en la política francesa, por una parte haciendo esfuerzos por mantener el valor de la moneda y por otra haciendo esfuerzos por sostener los precios interiores elevados con medidas artificiosas como su política del trigo y de los vinos, desaparece por encanto. Los precios altos no resultarían incompatibles con la alta valuación de la moneda. Si esto fuera cierto, el nuevo gobierno podría inaugurar una política de libertad económica que parece ser el ideal del Sr. Flandin, el jefe del nuevo gobierno.

Pero tenemos por casi seguro que ese ideal quedará en una simple aspiración, precisamente porque no existe el equilibrio de precios que el Sr. Flandin pretende, que lo que existe es un desequilibrio que la devaluación monetaria en casi todo el mundo acentuó y que por ahora no hay indicios claros de que se corrija; y si se ha logrado hasta ahora mantener ese desequilibrio sin un estallido, es gracias a una

política creciente de restricción comercial. Para que el sistema de vasos comunicantes que constituye el conjunto de las economías nacionales bajo un régimen de libertad comercial y de patrón monetario único dejase de funcionar llevando los precios a un nivel de equilibrio, ha sido menester obstruir sus canales de comunicación por un medio u otro. Los países que se han empeñado en mantener un patrón monetario de tipo internacional han tenido que conseguirlo por el método imperfecto de taponar las comunicaciones con medidas de restricción comercial, lo cual si no logra que la comunicación cese en absoluto ni, por lo tanto, la tendencia niveladora, se llega a que esa comunicación sea tan tenue que el momento de equilibrio se retarde considerablemente. Hay un desequilibrio innegable entre los precios en los países de patrón oro y los precios oro de los países de moneda papel, y el deseo de cada país de mantener su nivel de precios propio, cuya baja representa la agudización de la crisis económica, es lo que como factor objetivo ha determinado la virulencia de la política de protección y nacionalismo. Pero esto supone, al mismo tiempo, una especie de asfixia económica. Por eso los países que más dependen del comercio exterior se han visto llevados de un modo o de otro a suprimir la conexión internacional establecida por el patrón oro, en ausencia del cual es posible una amplia comunicación comercial sin peligro para el nivel de precios interno; el daño en el cambio de la moneda se encarga de suplementar el vano que deja el diferente nivel de precios. La comunicación económica sigue, sin que los niveles interiores de precios tiendan a equipararse, porque el efecto de una moneda no conectada con el oro es el mismo que si en unos vasos comunicantes se colocaran líquidos de diferentes densidades; el equilibrio no supone entonces la igualdad de nivel, sino un nivel en cada uno inversamente proporcional a la densidad del líquido que lo ocupa; y las monedas libres tienen para estos efectos la densidad que corresponde al nivel de precios interior, a su poder adquisitivo propio.

¿Cuál de estas dos políticas es la más acertada? Sólo el porvenir puede decirlo. La batalla está ahora entablada en el mundo entre ambos sistemas, y las probabilidades se inclinan al parecer de parte de las naciones de moneda libre.

Uno de los efectos más interesantes de estas políticas contrapuestas es el más alto nivel de los tipos de capitalización en los países de patrón oro que en los demás, lo cual parece ser un efecto directo del atesoramiento, atesoramiento en oro principalmente, para lo cual la política de convertibilidad ofrece facilidades. Esto parece un fenómeno contradictorio, porque una de las ventajas teóricas del patrón oro, y una de las más importantes, es dar seguridad sobre el valor de la moneda. El economizador francés no debiera tener inconveniente en invertir o colocar su ahorro, por cuanto la base oro del franco debiera darle confianza de que su ahorro, lo tenga en un crédito o en un valor bursátil, se computará siempre en unidades de un valor oro fijo. Pero esta premisa fundamental del patrón oro ahora no es válida. Se da la paradoja de que los tenedores de ahorros los juzgan más seguros invertidos en monedas inestables, como la libra, que en monedas estables, como el franco, simplemente porque aquéllas al devaluarse han adquirido una cierta estabilidad de valor de la que sólo causas muy importantes y catastróficas podrían sacarlas, en tanto que las monedas oro parecen a cada momento expuestas a caer como las otras en la devaluación, lo que supondría el perder de repente el 20 o el 30 % de su cotización con respecto a las demás.

Añádase a esto que la tendencia a la baja del valor de las cosas en los países de patrón oro, hace a los tenedores de disponibilidades el rehuir su inversión en valores reales, lo cual explica que el atesoramiento se verifique no tan sólo en oro, sino también en billetes; esto es indicio que, junto a la desconfianza en la moneda, existe la desconfianza en la estabilidad del valor de los bienes reales.

Y de este modo sucede que mientras los mercados financieros de los países de monedas depreciadas se hallan plétóricos de recursos y los tipos de interés bajan, en los de monedas estabilizadas los tipos de capitalización son elevadísimos y el capital se atesora o huye. Y es inútil para evitar esto que el tipo oficial de interés se eleve, como lo ha hecho ahora Italia, porque éste es otro resorte clásico del funcionamiento del patrón oro internacional que ha dejado de funcionar, debido a que no es un uno o un dos por cien más de interés que el capital pueda ganar lo que resulta decisivo para atraer ese capital, como ocurriría en condiciones de estabilidad general; hoy pesan mucho más en el ánimo de los capitalistas los elementos de riesgo - riesgos de pérdida por devaluación, por alteraciones en los cambios, por la mala situación de los negocios en el país o por su tendencia al empeoramiento - que el obtener un poco más o menos de rendimiento.

Esto quiere decir que el mal de hemorragia de capitales que padece por ejemplo Italia no mejorará gran cosa por la elevación del tipo de descuento. Pero hay que reconocer que no es con miras a esto por lo que Italia ha elevado su descuento; lo ha hecho por razones más perentorias, porque las fuertes salidas de oro comprometen la posibilidad de mantener el porcentaje de reservas reales. En la imposibilidad de impedir las salidas de oro sin que el cambio caiga y el patrón oro quede virtualmente abolido, lo único que puede hacer es restringir su circulación fiduciaria y para ello ha de elevar el coste del dinero. Sólo que esto aumentará las dificultades financieras de las industrias y, por lo tanto, agravará la situación económica, producirá la baja de los valores bursátiles, y de los precios de las cosas, al mismo tiempo que aumentará los costes de producción por elevación de uno de sus elementos constituyentes. Es en esta disyuntiva donde se plantea básicamente el problema de la subsistencia o hundimiento completo del patrón oro.

Servicio de Estudios.

- 6 DIC. 1934

C r ó n i c a s e m a n a l .

La difícil situación de la lira que comentábamos en días anteriores ha tardado poco a tener una confirmación oficial. El riguroso sistema de intervención oficial de cambios que acaba de establecer Italia significa prácticamente - cualesquiera que sean los eufemismos con que lo disfrace la literatura gubernamental - la abolición del patrón oro en aquel país. Ya el sistema no funcionaba sin restricciones, pues últimamente el daño de la lira con respecto al franco alcanzaba al 4 % de la paridad, tipo inadmisibile en un país donde funcione libremente el comercio del metal amarillo. Semejante cambio era indicio evidente de que el oro no encontraba salida en cantidades suficientes para equilibrar el déficit de la balanza de pagos.

No cabe duda de que, a pesar de las rigurosas medidas deflacionistas de compresión de los salarios, alquileres y precios, tomadas en diversas ocasiones por el gobierno italiano, la lira se halla sobrevaluada en un grado que la situación del balance de pagos de la vecina nación transmediterránea no consiente mantener en mercado libre, situación que las medidas de control del mercado de cambios no van a favorecer, pues las dificultades que se oponen a los capitales para salir, serán un valladar a la entrada de aquellos que pudieran sentir esa apatencia.

Claro que encerrada la lira en el aparato ortopédico de la intervención, y con una intervención tan estricta y rigurosa como la que se ha establecido, no será difícil - una vez que los órganos encargados de la intervención se ejerciten en hacerla efectiva - que se logre mantener la paridad de la lira con el oro mejor que se mantiene ahora, si es ése el propósito de las autoridades italianas según lo que declaran. Pero ello será a expensas de que la demanda de divisas extranjeras se ajuste forzosamente a su oferta, y como evidentemente, a juzgar

por lo que viene pasando, esta oferta es menor, no caben más que dos soluciones: o se deja caer la cotización de la lira hasta tal punto que los pagos y cobros del extranjero vengan a equilibrarse espontáneamente, o se deja sin satisfacer gran parte de las deudas, las cuales quedarán como créditos bloqueados de hecho, ajustando así forzosamente la demanda de divisas a la oferta.

Se apunta una opinión según la cual esta intervención del cambio sería preparatoria de una devaluación de la lira y tendría por objeto hacer recoger al Erario italiano todo el beneficio de la devaluación. Sin negar la posibilidad de esto, no nos parece lo probable. Sobre que esto sería una política poco acertada, porque probablemente, al producir una contracción en la demanda de liras desde el exterior, obligaría a una devaluación mayor que la necesaria si se mantuviese la libertad de cambio, no creemos que esta solución entre en la psicología de un régimen político como el que existe en Italia. Así como cuando se hizo la estabilización de la lira, se realizó a un tipo excesivamente ambicioso, y a esto se deben en gran parte las dificultades monetarias con que luego se ha tenido que luchar, lo más probable es que ahora se procure mantener el valor legal de la lira, para lo cual el sistema de estricta intervención de los cambios que acaba de introducir Italia ofrece el instrumento adecuado. Claro que ello será a expensas de una cierta insolvencia exterior, de una gran restricción de las relaciones comerciales y financieras en el extranjero, y acaso de algún complicado sistema de compensaciones en las relaciones comerciales.

En una palabra, nos parece lo más verosímil que la intervención de cambios decretada por Italia sea el comienzo de un sistema parecido al que ahora tiene Alemania: la lira seguirá cotizándose oficialmente a su paridad oro, pero los créditos extranjeros bloqueados darán lugar al establecimiento de un mercado no oficial de liras correspondientes a los créditos que

los extranjeros deseen realizar y que no puedan hacerlo libremente, aviniéndose a cederlos mediante un daño con tal de conseguirlo. Es decir, que mientras se da como pretexto para la intervención el evitar la especulación sobre la lira - que acaso es quimética, porque su flojedad, que tiene sus causas naturales bien claras, no necesita para explicarse la intervención de conjuras especulativas - lo que se hace es abrir el camino a una especulación cierta, a base de los pagos que queden en suspenso.

El final será que haya, a semejanza del marco, una lira oficial en paridad con el oro, y otra, cuando no varias, bloqueada y variablemente depreciada, que es la que servirá de hecho para el comercio exterior, con las consiguientes complicaciones y dificultades.

Para la mejora de las relaciones comerciales, que es ahora el mayor obstáculo con que tropieza la reanimación de la economía, la solución adoptada por Italia no será nada beneficiosa: originará una nueva zona de restricciones y dificultades, multiplicadas por el efecto de las represalias que promueva por parte de los otros países que se sientan perjudicados por tales restricciones. La derogación pura y simple del patrón oro, dejando a la lira evolucionar hasta una posición de equilibrio y conservando la libertad de cambio, hubiera sido más beneficiosa a la vez para Italia y para el mundo. Pero el dogma de que hay que mantener a todo trance un valor oro fijo de la moneda, aunque sea artificioso ese valor y sólo artificiosamente se pueda sostener, sigue haciendo todavía sus estragos en la economía mundial.

Servicio de Estudios.

13 DIC. 1934

CRÓNICA SEMANAL

Las recientes declaraciones de Mr. Chamberlain en el debate económico del Parlamento inglés, que publicamos en amplia referencia más adelante, aclaran de una manera que no deja ^{lugar} a dudas cual ha de ser la política monetaria futura del actual gobierno inglés, y como, según parece, esa política encuentra el asentimiento general, la probable política de cualquier otro gobierno que pueda suceder al actual. El único elemento de duda que ello ofrece es la posibilidad de un gobierno laborista puro que intentara un ensayo de política socialista con su natural efecto inflacionista. Pero esto depende de los resultados imprevisibles de una nueva consulta electoral.

Mientras un cambio radical de política general no ocurra en la Gran Bretaña y en tanto un gobierno nacional sea posible, la política económica inglesa en el orden monetario ha de consistir en mantener saneada la Hacienda para evitar el peligro inflacionista y en conservar su moneda libre para manejarla, con ayuda del fondo de regulación en el sentido que aconsejen las circunstancias, y dentro de ellas procurando realizar la mayor estabilidad posible en el sentido de evitar las fluctuaciones bruscas perjudiciales a las transacciones internacionales.

Estas directrices no nos descubren ninguna novedad. La actuación de las autoridades inglesas hacía bien visible la orientación monetaria de Inglaterra, que hemos señalado repetidamente en estas notas, coincidiendo esencialmente con lo que ahora el Ministro de Hacienda inglés ha enunciado explícita y oficialmente. Pero es curioso advertir cómo, oficialmente, la nación que tiene más larga historia de patrón oro declara su desinterés por conservar a su moneda un valor oro mayor o menor, ligando el futuro valor de la libra exclusivamente a las conveniencias económicas generales del país, que no otro sentido tiene el reivindicar por un tiempo indefinido la libertad de movimientos para su unidad monetaria.

No falta, naturalmente, la adhesión teórica al patrón oro como un ideal futuro, pero de un futuro tan remoto que se des-

vanece en una real incertidumbre. Hoy se rechaza la estabilización porque compromete la política de restauración económica y de dinero barato, que el Gobierno inglés considera esencial para salir del marasmo industrial. ¿Cuál será el momento en que esa restauración pueda considerarse suficiente para que no resulte comprometida por una estabilización? Indudablemente que será menester llegar a un cierto grado de prosperidad, pero ¿no se considerará entonces también peligrosa para esa prosperidad? Si la prosperidad se llega a alcanzar por medios en que la suspensión del patrón oro ha tenido evidentemente una gran parte, ¿se sentirá muy animada la opinión inglesa a secundar una acción para volver a él?

El argumento principal que se esgrime en favor de este retorno es el establecer la normalidad comercial en el intercambio entre las naciones y en el movimiento de capitales, pero no es la ausencia de un patrón monetario único el principal obstáculo para que el tráfico internacional se restablezca; son las barreras aduaneras, la política de contingentes, las restricciones de los cambios, los bloqueos y demás armas de lucha comercial y de defensa monetaria lo que está estrangulando el comercio sin cuya reavivación será imposible una verdadera restauración económica. Es difícil que esas restricciones se dulcifiquen sin tener la seguridad de que la libertad monetaria de movimientos de las naciones competidoras no va a crear situaciones que exijan echar mano nuevamente de aquellas armas de defensa. Mas no hay que olvidar que todo el artilugio de altos aranceles, restricciones de los cambios, compensaciones, etc. no ha nacido después, sino antes, de que el patrón oro fuese abandonado por los principales países; y que fueron esas restricciones unidas a la necesidad de grandes transferencias internacionales por deudas de guerra y movimientos de capitales, que no se podían hacer y desorganizaban las condiciones de equilibrio en el valor de las monedas, lo que hizo difícil y al fin imposible el mantenimiento del patrón oro libre.

El restablecimiento de un patrón oro común - Mr. Chamberlain se guarda de decir patrón oro - será conveniente para las

buenas relaciones económicas internacionales, pero tampoco es posible sin que antes las monedas hallen sus puntos de equilibrio natural, no forzado por medidas artificiosas a la larga insostenibles y dañinas.

De aquí que se dé la paradoja de que acaso el primer paso positivo para restablecer el patrón oro o cualquier patrón común, sea el que todos lo abandonen para dejar a las monedas en libertad de adoptar sus niveles adecuados para una futura estabilización estable. Tal nos parece el sentido profundo de la declaración del ministro inglés cuando afirma que la mayor contribución al restablecimiento de un patrón oro común la ha hecho, a su juicio, Inglaterra estabilizando la libra en el amplio radio de acción que alcanza el grupo de monedas a ella ligadas.

Servicio de Estudios.

27 DIC. 1934

buena relación económica internacional, pero tampoco se por-
sible sin que antes las cosas estén en un punto de equilibrio
natural, no porque por causas extrañas como a la larga las cosas
pueden y debían.

De aquí que se de la patada de que como el primer pa-
so positivo para restablecer el patrón oro o cualquier patrón so-
lido, sea el que todos lo acepten para dejar a las monedas en li-
bertad de bajar sus niveles devaluadas para una futura estabi-
lización estable. Tal nos parece el sentido profundo de la devaluación
del ministro inglés cuando afirma que la mayor contribución
al restablecimiento de un patrón oro común la ha hecho, a su ju-
icio, Inglaterra estabilizando la libra en el campo real de su-
ción que eleva el campo de monedas a ella ligada.

Servicio de Estudios.

27 DIC 1934



