

Bernácer Tormo, Germán, 1883-1965

**Colección de crónicas del Boletín semanal : año
1933 / Germán Bernácer Tormo.**

[Madrid] : Banco de España, Servicio de Estudios,
1933.

Signatura: D 6457

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

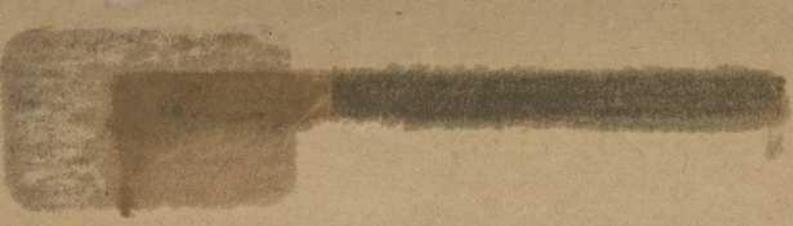
Se permite la utilización total o parcial de esta copia digital para fines sin ánimo de lucro siempre y cuando se cite la fuente

97º 73.

D-6457

1933





Germán Bernácer Tormo

=====

COLECCION DE CRONICAS DEL BOLETIN SEMANAL

AÑO 1933



1 000001 733807

D 6457

BANCO DE ESPAÑA
Servicio de Estudios

Banco de España. Biblioteca

COLECCION DE CRONICAS DEL BOLETIN SEMANAL

AÑO 1933

BANCO DE ESPAÑA
Servicio de Estudios

CRÓNICA SEMANAL.

Antes de terminar el año ha habido que agregar un nuevo país a la lista - que dábamos en nuestra pasada crónica - de los que durante el de 1932 han abandonado el patrón oro. A última hora de la tarde del 27 de Diciembre daba el Gobierno sudafricano del general Herzog un decreto suspendiendo indefinidamente el cambio de los billetes por oro y prohibiendo la exportación de oro amonedado. La decisión ha sido tomada ante un serio ataque a las reservas bancarias y a fin de defender la situación de la banca y en particular del instituto de emisión. El hecho se atribuye por el Gobierno sudafricano a una fuerte emigración de capitales determinada por una especulación basada en la perspectiva de un próximo abandono del patrón oro.

En efecto, desde que así lo hizo Inglaterra, se había manifestado una fuerte corriente en favor de la devaluación de la libra africana por parte de agricultores y mineros. El Gobierno había resistido fuertemente a la campaña política llevada a cabo bajo la jefatura de Smuts, pero últimamente se presentaron disidencias en el propio partido gubernamental, que hicieron más precaria la situación del Gobierno y fomentaron las esperanzas de los devaluadores. Es natural que en estas condiciones se recrudeciera el éxodo de capitales por parte de quienes, aprovechando la ventaja del cambio de la libra sudafricana con la inglesa, esperaban realizar un importante agio el día esperado en que la moneda se desprendiera del oro y se acercara en su cotización a la moneda inglesa. Efectivamente, ha bastado la declaración del curso forzoso para que la moneda sudafricana, que unos días antes tenía una cotización de menos de 70 libras transvalianas por 100 inglesas, haya caído a la de más de 90 %, perdiendo de un golpe el 30 % de su valor exterior.

Es indudable que ese hecho de la especulación ha de haber contribuido notablemente al desenlace, pero cuesta de admitir que no haya tenido otros motivos. Comparando los cambios y los niveles de precios en Inglaterra y en Africa del Sur en los últimos años, se observa lo siguiente:

	Cambios por 100 £ ingle sas.	Indices de precios 1913 = 100.		
		Gran Bretaña. (').	Africa del Sur.	Relación
1928	100'50	139'10	124'4	115'53
1929	100'50	132'7	116	114
1930	100'50	113	102'7	110'02
1931	94'33	97	99'5	97'42
1932	73'63	95'5	91'7	104'14
último trim.	68'58	93'6	86'9	107'71

La simple inspección de este cuadro nos muestra que, mientras el cambio, antes de desprenderse la moneda inglesa del oro, se mantenía favorable a Inglaterra, el nivel de precios era superior en este país cuando menos en un 10 % al del Africa del Sur. A partir de 1931 en que la devaluación de la moneda inglesa en el cambio internacional lleva a ésta a perder con respecto al oro una tercera parte de su valor, el nivel de precios inglés sigue bajando, aunque mucho más lentamente que antes; el nivel de precios sudafricano baja también, pero a un ritmo mucho más lento, de modo que la relación de ambos niveles pasa de 115 a 114, luego a 110 y en 1931, en el año en que la libra pierde su paridad con el oro, llega a ser superior el índice de precios sudafricano al inglés. Luego, el índice sudafricano va bajando algo **más rápidamente que el inglés**, pero a una marcha que no consigue restablecer la relación de antes y que desde luego queda muy por encima de la relación que debiera existir, dada la **devaluación** de la moneda inglesa.

Multiplicando las cifras de la primera columna por las correspondientes de la segunda, obtenemos los precios oro en Inglaterra y la relación de estos precios con los sudafricanos, que eran precios oro hasta ahora, también nos indican el enorme décalage que esta relación ha experimentado a partir de 1931.

	Precios oro 1913 = 100.		
	Gran Bretaña.	Africa del Sur.	Relación.
1931	91'50	99'5	91'96
1932	70'31	91'7	76'67
último trimestre	64'19	86'9	73'86

(') Los índices que se utilizan son el promedio de los tres que se dan de los precios ingleses: el del Board of Trade, el del "Statist" y el del "Economist".

Es decir, la relación de precios oro que antes de 1931 se mantenía superior a 110, va bajando cada vez más, hasta ser más de un 25 % inferiores últimamente los precios oro ingleses a los sudafricanos. Es imposible admitir que en tan corto tiempo las condiciones económicas básicas hayan variado tan fundamentalmente entre ambos países para que la relación de precios de equilibrio haya cambiado de tal modo. Parece indudable que, para que el equilibrio comercial pudiera subsistir entre el Sur de Africa y su principal cliente, los precios en aquel país habrían de haber bajado mucho más que lo han hecho. Al no suceder así, los exportadores sudafricanos se han encontrado con una notable dificultad para vender, porque sus precios resultaban enormemente crecidos para su clientela inglesa y para el resto de su clientela cuya moneda había seguido la suerte de la libra británica. Al mismo tiempo, todos los productores se veían disputado el mercado interior con mucha mayor ventaja por la importación inglesa y de los países que tenían su moneda unida a la moneda de aquel país.

De todos modos, no deja de ser curioso - y ello sorprenderá a muchos a quienes puede servir de lección - que un país que monopoliza, desde hace ya muchos años, más de la mitad de la producción aurífera del mundo, y que ha visto aumentar su producción notablemente en estos últimos tiempos, se vea forzado, contra el decidido propósito de su Gobierno, a abandonar el patrón oro. Ello demuestra que no hay reserva suficiente, ni aun la prácticamente inagotable de las mayores minas del mundo, en situación floreciente, para mantener el patrón oro cuando los factores económicos básicos son adversos, especialmente cuando existe un desequilibrio entre el valor interno y el externo de una moneda.

Pero lo más curioso del caso es que el hecho se ha producido teniendo el Africa del Sur una balanza de pagos favorable en las partidas visibles y probablemente también en las invisibles (salvo la exportación de capitales que haya podido haber por agio). Su balanza visible arroja durante los primeros diez meses del año último un saldo favorable de más de 30 millones de libras, doble que el de igual período de 1931,

mientras que el saldo desfavorable de la balanza invisible (intereses de deudas, comisiones, remesas de inmigrantes, gastos de turismo, etc.) sólo asciende a 23 millones al año.

Pero el análisis de cómo se ha obtenido ese mayor saldo nos revela lo siguiente: Tanto la importación como la exportación se han contraído: la importación en poco más de 18 millones; la exportación en algo más de 3 millones. Y si en las exportaciones separamos la parte representada por el oro que aumento en 8 millones, resulta que la disminución de las exportaciones de artículos corrientes alcanza a la cifra de 11 millones de libras, disminución que, medida en cantidades y no en valor, sería mayor, porque algunos de los artículos que constituyen partidas importantes de la exportación sudafricana, como la lana y otras materias, han elevado su valor.

La producción y exportación del oro se halla favorecida como la de todo **producto que** sube de valor - y el oro es el único producto cuyo valor ha subido en los últimos años - pero el beneficio que experimenta esta rama de la producción sudafricana - cuya exportación representa en el primer semestre del año último las $3/4$ partes de la total, mientras que hace dos años sólo representaba los $3/5$ - no compensa los perjuicios de las demás ramas de la producción. El oro no es afectado por un cambio desfavorable producido por la depreciación de la moneda en que es comprado, puesto que automáticamente recibe como precio tantas más unidades depreciadas cuanto es esa depreciación; las demás mercancías no están en el mismo caso. El Gobierno sudafricano había tratado de compensar ese diferente efecto que la depreciación de la libra inglesa operaba sobre una rama de la producción y las demás, estableciendo bonificaciones a la exportación pagadas con impuestos sobre la producción y exportación de oro, pero ello no ha hecho más que aumentar el deseo de los mineros de oro, de que se abandonase el patrón oro, lo que les permitirá realizar en beneficio contante el premio que el oro adquiera sobre la moneda del país.

Lo que las estadísticas comerciales revelan es que las producciones agrícolas sudafricanas han visto muy mermada su posibilidad de exportar, y en mucha mayor medida ha disminuído como consecuencia su capacidad de compra, lo cual, unido a

la baja interior de precios - que, aunque insuficiente para compensar la depreciación de la libra, era lo bastante para mermar notablemente los márgenes de beneficio en la producción - ha determinado el malestar de los granjeros y productores sudafricanos, reflejado en un movimiento político que el interés de los mineros de oro favorecía.

El abandono del patrón oro por el mayor país productor del mundo podría tener efectos importantes sobre la economía general, de los cuales hablaremos otro día.

Servicio de Estudios.

- 5 ENE. 1933

CRÓNICA SEMANAL.

A los pocos días de suspender el Africa del Sur el patrón oro, la libra sudafricana ha caído casi al nivel de la inglesa. Esto demuestra que no eran infundadas las conjeturas de nuestra crónica anterior; la moneda del Transvaal se mantenía en un equilibrio inestable con respecto a la libra inglesa, cualquiera que fuese la situación de la balanza comercial y las estimaciones que se hagan de la de pagos. La mejor prueba es que, una vez dejada en libertad, ha caído verticalmente sin que se advierta síntoma alguno de reacción por ahora. Y eso que la razón que se alegaba como causa deprimente: la intensa exportación de disponibilidades hacia Inglaterra debe de haber cesado, por cuanto, relativamente cerca ya la libra sudafricana de la paridad con la inglesa, las perspectivas del agio han disminuído considerablemente. Ahora, más bien es de esperar la repatriación de aquellas disponibilidades exportados por especulación, a fin de consolidar el beneficio conseguido. Es probable que durante algún tiempo la moneda del Sur de Africa conserve por esta causa un premio sobre la libra.

¿Qué repercusiones generales puede tener la caída del patrón oro en Africa del Sur? El efecto más inmediato - aparte de los cambios que comporte en la economía interior de los países afectados más directamente - será incrementar considerablemente los beneficios contabilizados por las minas del oro. Ya las cotizaciones de sus acciones se han elevado notablemente descontando este efecto. La razón del mayor beneficio reside en que los gastos de explotación no van a aumentar mucho, en tanto que el precio de venta en la moneda corriente, a causa de su depreciación, se ha elevado en casi un 40 %. Esto permitirá poner en explotación muchas minas pobres, hasta ahora inexplotadas porque su rendimiento no compensaba los gastos de extracción y beneficio de mineral. También resultará lucrativo intensificar la producción de las minas ya explotadas. Bajo esta influencia, es posible que veamos adelantar todavía notablemente, sobre lo que ya se ha incrementado en los últimos años, la exportación de oro

del Transvaal, lo cual contribuirá a saciar las necesidades de metal amarillo que el mundo siente. Si es así, pronto se traducirá ello en una elevación de los precios generales, en un aumento de la capacidad de compra de los mercados, lo que supone el arranque hacia la prosperidad, la reanudación de un ritmo más intenso en la producción. En este sentido, un hecho que parece de transcendencia tan limitada como el abandono del patrón oro por un pequeño país africano, puede influir notablemente en la marcha económica del mundo.

Claro que ello no depende tan sólo de que la producción de oro vaya aumentando aceleradamente. Las existencias actuales de oro, mucho mayores que lo fueron nunca (1) debieran ya bastar para hacer circular una producción que en los momentos presentes es bastante menor que hace unos años, cuando el "stock" de oro era inferior. Si no basta, hay que atribuirlo a que el oro se atesora vanamente sin causar efectos circulatorios, al menos en lo que a la producción se refiere. Mas no es de suponer que, en las circunstancias actuales de malestar económico, esos atesoramientos fuera de la circulación ordinaria puedan continuar todavía por largo tiempo más deprisa que el ritmo creciente de la producción aurífera.

Servicio de Estudios.

(1) La producción mundial de oro que se estimaba en 549.383 kgs. en 1919, ha sido en 1931 de 662.825 kgs. con un promedio mensual de 55.235 kgs., mientras que en Agosto de 1932 iba ya al ritmo mensual de 59.745 kgs.: después, no ha dejado de aumentar. Esta enorme producción que ha ido incrementando el "stock" de oro, ha servido en su mayor parte para usos monetarios.

12 ENE. 1933

Prosiguen en Ginebra las gestiones de la Comisión preparatoria de la Conferencia de Londres. Desde los preliminares ha vuelto a plantearse la cuestión del restablecimiento del patrón oro en el mundo, como en la primera reunión celebrada hace unos meses. Al igual que entonces, esta vez Inglaterra ha sido la que ha opuesto dificultades y objeciones. Pero las objeciones y dificultades han parecido menos irreductibles. Es difícil admitir que ello sea debido a una atenuación de la tesis británica. Los Delegados ingleses nunca han negado el deseo de su país de retornar al oro, pero condicionando de tal modo ese retorno que de hecho queda relegado a un futuro lejano y contingente.

La diferencia radical entre la tesis inglesa y la de los países con patrón oro, especialmente sostenida por Francia, es que los ingleses creen que el restablecimiento del patrón oro ha de venir como consecuencia de una serie de medidas y acontecimientos que, normalizando la situación, hagan posible el buen funcionamiento del sistema, en tanto que según la tesis opuesta, lo primero ha de ser restablecer el patrón oro, como condición para que la normalidad vuelva.

La opinión inglesa se manifiesta, como de costumbre, más realista. Inglaterra tenía una grata experiencia del patrón oro. Fué el primer país en adoptarlo el siglo pasado y gran parte del prestigio de que el sistema ha gozado y todavía goza en el mundo, lo debe al desarrollo de la prosperidad y del poderío inglés, del que la libra-oro ha sido símbolo y medida. Guiada de esta experiencia más que de las teorías de sus clásicos, fué Inglaterra también la primera nación europea en restablecer el patrón oro, revalorizando la £ a la antigua paridad. Quienes ven en ello la causa fundamental de la grave crisis inglesa exageran los efectos de la medida; esa crisis, como la de mundo, tiene más hondas raíces. Pero sería obstinada ceguera no reconocer que la ha agudizado y agravado en términos que hubieran sido catastróficos para una nación de estructura económica y financiera menos sólida que la del gran país anglo-sajón.

La lección ha sido dura pero no desaprovechada. Si la Gran Bretaña vuelve al patrón oro, no lo hará sin la mayor circunspección. Y su actitud no carece de common sense. La cues-

ción del patrón oro no debe constituir nunca una cuestión esencial. Lo esencial es **resolver** el problema económico del mundo, devolverle la prosperidad, y el patrón oro sólo puede ser bueno o malo en cuanto sea o no un instrumento eficaz para ello. Las experiencias últimas hacen sospechar que, por lo menos, es inútil: los países se desenvuelven ahora mejor con monedas inconvertibles y consiguen aliviar sus crisis con el abandono de los patrones fijos de valor.

Las mayores dificultades que ahora encuentra el mundo ante sí son los obstáculos puestos al comercio por las barreras aduaneras y las restricciones monetarias. Pues bien, esas barreras y restricciones han nacido en gran parte de la necesidad de defender las monedas contra la desvalorización externa y de defender el mercado interior contra la crisis causada por la baja de los precios oro. Los países que con más tenacidad han querido hacer esa defensa conservando legal o realmente el patrón oro, han sido también los que más rigor hubieron de desplegar en obstaculizar el comercio exterior. Querer, pues, abrir sus caminos empezando por restaurar aquéllo que ha contribuido a entorpecerlo, no parece procedimiento racional. Fácil es advertir que el restablecimiento del patrón oro en el mundo, cuando hasta en los Estados Unidos suenan voces para suspenderlo, no tendría otra consecuencia - cualquiera que fuesen los acuerdos internacionales - que la de obligar a los países a extremar sus medidas de defensa y de guerra económica, que son las que se trata de suavizar.

La mayor ventaja del patrón oro es constituir un patrón universal de valor que facilite las relaciones económicas internacionales. Si esta ventaja es ahogada por dificultades muy superiores a las que representa la variabilidad de las monedas, ¿de qué puede servir?

Servicio de Estudios.

19 ENE. 1933

Con la persistencia y agudización de los males engendrados por la crisis, se sobreexcita en el mundo el interés por las cuestiones monetarias, y se multiplican los planes y expedientes que pretenden resolver la depresión por medio de una actuación sobre el mecanismo circulatorio. La cuestión sale ya de los lindes de los medios económicos y financieros y gana en algunos países, como Inglaterra y los Estados Unidos, capas más profundas y extensas de la opinión. Así ahora, en Norteamérica, mientras la opinión dominada por los centros financieros del Este desearía aprovechar la oportunidad de la discusión del asunto de las deudas con Inglaterra para ejercer presión sobre este país en el sentido de su retorno al patrón oro, los sectores más agrícolas y mercantiles del Oeste se pronuncian por una devaluación de la moneda, incluso con abandono del patrón oro por aquel pueblo. Nadie niega, sin embargo, la necesidad de producir una reacción alcista en los precios como medio de reanimar los negocios y la economía toda del mundo.

Acaso hay en esta tendencia monetaria de los planes para resolver la actual depresión una visión un poco superficial de las cosas. Ciertamente que la evolución cíclica se revela invariablemente por fenómenos típicamente monetarios, como la infección del organismo humano se manifiesta invariablemente por una reacción febril, sin que por eso la enfermedad consista en la fiebre, sino en la infección. Pero, así como la Medicina ha conocido una época de empirismo y de tratamientos puramente sintomáticos, es posible que nos encontremos ahora dentro de una fase semejante en la evolución de la política económica. Sin desconocer la gran importancia del mecanismo monetario y bancario, pretender que actuando sobre él se curen los males del organismo social, es seguramente pedirle más de lo que puede dar. No hay que olvidar, que con toda su importancia económica, su misión no deja de ser auxiliar y transmisora de los fenómenos más básicos de la economía, que tienen su raíz en la producción y en el consumo. Claro que, en último resultado, son éstos los que se quieren influir, pero el éxito no acompaña generalmente al intento, según

se vió en la gran experiencia de tipo inflacionista del año último, culminante con el proyecto Glass-Stegall que consiguió aumentar la circulación notablemente, pero no tuvo efecto alguno sobre los precios y, en último resultado, no pudo atribuírsele más efecto que haber animado algo las cotizaciones bursátiles y contribuído a abaratar el dinero.

Según las últimas noticias, un nuevo proyecto del mismo tipo acaba de presentar el mismo Senado Stegall, proyecto que se propone lanzar al mercado 1.250 millones de dólares papel, mil millones destinados a la compra en Bolsa de fondos públicos y el resto a la compra de plata que serviría de garantía a esos billetes, en vez de oro. La tendencia, como se ve, es ampliar la base del sistema monetario supliendo al oro, que parece escaso - aunque las razones de que lo sea no se han explicado todavía de un modo claro -, otras materias, unas de un valor real como la plata, y otras de un valor puramente ficticio y convencional como títulos de deuda.

¿ Qué efecto podrá tener este nuevo ensayo? A nuestro entender, la novedad principal que tiene sobre el experimento anterior, es esa segunda parte de introducir la plata en el sistema de reservas metálicas, lo cual pudiera ejercer una acción distinta sobre el mecanismo productor que la simple retirada de fondos públicos de la Bolsa. En la semana próxima trataremos de analizar esa acción.

Servicio de Estudios.

26 ENE. 1933

¿ A qué se puede atribuir la falta de éxito que para conseguir un alza en los precios, han tenido las experiencias de aumento de la circulación intentadas en los Estados Unidos en el año anterior, y que tratan de proseguirse en el actual?.

Creemos ya haber expuesto nuestro juicio en este lugar. Un aumento de precios sólo puede tener lógicamente efecto a través de un movimiento general de la demanda. Y no de la demanda comercial, sino de la de los consumidores precisamente, ya que la demanda comercial no acompañada de la de consumo sólo tendría por resultado el aumento de las existencias invendidas, en poder del comercio, y su efecto habría de ser necesariamente transitorio.

De dos modos tratéron las autoridades financieras norteamericanas de influir sobre el mercado: por las facilidades en el crédito aflojando las ligaduras legales de la emisión y bajando los tipos de interés, y por la autorización a la Banca federal para hacer grandes compras en bolsa de valores públicos, es decir, dando una amplitud inusitada a la política del "open market", que es, como se sabe, un medio de **verter** en el mercado una gran masa de recursos líquidos a cambio de efectos públicos que se adquieren y se almacenan en las carteras de los bancos.

Pero la masa de dinero que así se ponía en circulación sólo podía obrar sobre la demanda de consumo de dos modos: uno, directo, destinándose al consumo de los prestatarios o vendedores de papel; otro, indirecto, dedicándose a la inversión productiva, lo que dará lugar a que se convierta en salarios y retribuciones diversas, que seguidamente pasarán a **constituir** demanda, de los variados artículos de consumo. El primer modo no es nada adecuado para que los nuevos recursos creados y **vertidos** en el mercado llegaran a inflar la demanda, porque no es habitual que el dinero tomado a crédito se destine al consumo, ni aun el obtenido por la venta de valores. En cualquier momento hay una corriente de ahorro que se forma, y una corriente

de ahorro formado que se dilapida, pero por mala que sea la situación económica, siempre domina la primera sobre la segunda. Sólo la inversión productiva puede llegar a hacer que la demanda se robustezca con fondos lanzados al mercado por el crédito y las operaciones de mercado libre ("open market"). Pero esto no puede ocurrir mas que si la producción ofrece buenas perspectivas. Cuando la baja de precios ha sido tan grande que ha llegado a reducir o a anular los márgenes de beneficios y cuando el porvenir de la industria ^{aparece} /preñado de inquietantes incógnitas, no es probable que, por muchos que sean los recursos de que se provea al mercado financiero vayan en cantidad apreciable a emplearse productivamente. O se atesorarán, o se filtrarán en la especulación bursátil inflando las cotizaciones de los valores de renta. Y aunque esto determine una baja en el coste del dinero, la baja del interés no puede tener eficacia en la inversión productiva, cuando los rendimientos de las inversiones industriales han caído por debajo de todo tipo positivo o no ofrecen por lo menos margen que cubra los riesgos que se temen.

Por darse todas estas circunstancias, las maniobras de tipo inflatorio de la circulación no han tenido efecto alguno sobre los precios de los artículos de uso y consumo. A lo sumo han elevado las cotizaciones de los valores seguros de renta fija.

¿Tendrán mayor éxito los que ahora se proponen? A nuestro entender, no, mientras la actual coyuntura industrial dure, al menos en lo que respecta a incrementar la circulación por medio de la compra de valores.

Pero ahora se propone también la adquisición de plata para reforzar las reservas metálicas de los bancos federales. Hagamos observar que no se trata aquí del bimetalismo, es decir, de la aceptación simultánea del oro y la plata como medios de pago - aunque no faltan tampoco propuestas en este sentido - se trata simplemente de que una parte del Activo que respalda los billetes esté formado de plata, como otra parte lo constituyen lingotes de oro, otros, títulos de Deuda, etc.. Por esto la objeción que se adelantan a hacer los peritos de la Comisión preparatoria de la Conferencia Mundial (Vease el texto de su informe en este número) nos parece algo infundada. El hecho de alma-

cenar reservas plata no implica su empleo en saldar deudas internacionales. El fin que se persigue es más limitado: elevar el tono del mercado interior. Y en este aspecto la acumulación de plata en los sótanos de los bancos emisores es de naturaleza muy distinta que llenar sus carteras de títulos. Porque la plata comprada a los productores supone la reposición de sus disponibilidades. Los stocks sin salida a la vez ejercen una acción depresiva sobre los precios e inmovilizan los capitales de los productores impidiéndoles seguir pagando jornales y produciendo. La compra de esos stocks a expensas de la emisión, sirviendo ellos de garantía, sería un medio de hacer líquidos los capitales así inmovilizados, de que la producción se reanudase, sirviendo los nuevos jornales y retribuciones pagados para activar la demanda en los demás ramos productivos. La diferencia entre acumular en los bancos valores ficticios como son los títulos de deuda o valores reales como la plata, un producto del trabajo humano, es esa: que en este caso los recursos creados pasan a la demanda, y en el otro no. Claro que de este modo se entierra en los sótanos de los bancos, en forma de un producto, una gran suma de trabajo humano que de momento no presta ninguna utilidad física (esto es lo que pasa ya con el oro) pero si de este modo se consiguiera aliviar la depresión y el paro, no podría darse por mal empleado.

Y si el sistema fuese ensayado con buen resultado, una cuestión natural se planteará seguidamente ¿ por qué no extenderlo a otros productos del esfuerzo humano?. El mantener el valor de la plata ofrece un particular interés, pues puede elevar al poder adquisitivo de enormes masas humanas que compran y venden en plata. Pero, en el fondo, la capacidad adquisitiva de la humanidad toda depende de que conserven su valor todos los artículos que produce: la plata, el cobre, el cinc, el trigo, el café. Dar forma líquida a los stocks excesivos de algunos de ellos sería un medio de luchar contra la crisis. Luego, cuando la coyuntura se invirtiese, los stocks constituídos lanzados paulatinamente al mercado servirían para neutralizar el boom que, con sus variaciones súbitas de precios, engendra desequilibrios que preparan nuevas crisis.

Claro que esto envolvería grandes dificultades téc-

ricas y un cambio muy considerable en las ideas actuales. Pero estamos en una época en que, bajo el efecto de los problemas apremiantes, las ideas económicas clásicas se hallan en trance de sufrir una trascendental evolución.

Servicio de Estudios.

- 2 FEB. 1933

Así, por ejemplo, entre el año de 1929 y el año de 1932, los precios de los productos agrícolas en España bajaron un 50 por ciento. En el extranjero, por el contrario, los precios de los productos agrícolas se elevaron un 25 por ciento. Este hecho demuestra que la depresión económica que se está produciendo en España es mucho más profunda que la que se está produciendo en el extranjero. Este hecho también demuestra que la depresión económica que se está produciendo en España es mucho más general que la que se está produciendo en el extranjero. Este hecho también demuestra que la depresión económica que se está produciendo en España es mucho más prolongada que la que se está produciendo en el extranjero.

Simultáneamente con este hecho se observa un aumento de la producción de los productos agrícolas en España. Este hecho demuestra que la depresión económica que se está produciendo en España es mucho más profunda que la que se está produciendo en el extranjero. Este hecho también demuestra que la depresión económica que se está produciendo en España es mucho más general que la que se está produciendo en el extranjero. Este hecho también demuestra que la depresión económica que se está produciendo en España es mucho más prolongada que la que se está produciendo en el extranjero.

La consecuencia de estos hechos, por tanto, es que la depresión económica que se está produciendo en España es mucho más profunda que la que se está produciendo en el extranjero. Este hecho también demuestra que la depresión económica que se está produciendo en España es mucho más general que la que se está produciendo en el extranjero. Este hecho también demuestra que la depresión económica que se está produciendo en España es mucho más prolongada que la que se está produciendo en el extranjero.

Servicio de Estudios.

- 2 FEB. 1933

C R Ó N I C A S E M A N A L .

Uno de los síntomas precursores de las crisis es indudablemente el aumento de existencias en productos y primeras materias. Es curioso notar la **variación** de stocks en algunos de los productos mundiales de mayor importancia entre los años 1928 y 1932 que representan el paso del auge al punto probablemente más profundo de la depresión.

Así, por ejemplo, entre Octubre de 1928 y el mismo mes de 1932, los stocks visibles de algodón (comprendidas las existencias europeas, norteamericanas, así como las de los puertos de Alejandría y Bombay y las embarcadas camino de Europa) han pasado de 4.114 millones de balas a 8.251, es decir a más del doble, habiendo aumentado subsiguientemente hasta 10.552 millones de balas en Enero de 1933. Las existencias de estaño han pasado en el mismo período de 24 a 57 millones de toneladas, las de zinc de 38 a 125, y las de plata de 488 a 729; el plomo en tres años, de Enero de 1930 a la misma fecha de 1933, ha aumentado sus stocks en la proporción de 48 a 177. Resultados parecidos se pueden apreciar en cuanto al té, al café, al azúcar, al trigo, al caucho. Esto acusa la magnitud de la depresión, aunque hay que señalar la circunstancia de que el punto álgido, en cuanto a la acumulación de existencias, lo marca en general el primer semestre de 1932; las existencias posteriores suelen ser más bajas (').

Simultáneamente con este hecho el aumento de existencias ha producido la acumulación de grandes poderes de compra inactivos en las cuentas corrientes de la Banca y de las Cajas de Ahorro. La baja de los precios y el paro han sido también hechos correlativos con esa evolución ascendente de los stocks.

La concomitancia de **estos** hechos, muy característicos de las crisis, es un fenómeno muy digno de nota, y al cual hay que prestar atención por cuanto se refiere a la evolución de la crisis actual.

Servicio de Estudios.

(') Según el Statistical Summary del Banco de Inglaterra.

CRONICA SEMANAL.

Por muy discutible que parezca la tesis extrema sostenida por Mr. Mac Kenna en la cuestión monetaria, no puede negarse que tiene muchos puntos de contacto con la realidad, y uno de ellos es el hecho evidente de que los problemas económicos se presentan con una virulencia mayor en los países con patrón oro que en aquellos que se hallan desligados de esa atadura. Déficits presupuestarios difíciles de enjugar, quiebras numerosas, desequilibrio en las balanzas comerciales, dificultades y bajas en las exportaciones, constituyen cuestiones harto más espinosas y agudas en los países de moneda-oro que en los otros. Así no es extraño que en aquéllos se vaya formando una opinión contraria al mantenimiento de tal sistema monetario, y cada día parece algo menos fuera de las posibilidades inmediatas que los mismos Estados Unidos de Norteamérica acuerden la suspensión del patrón oro. Si se llegara a tal medida, no podría atribuirse en modo alguno a dificultades técnicas de mantenimiento del patrón monetario, pues la existencia de varios millones de \$ de oro libre, reserva no inferior a la de hace un año, asegura al \$ contra toda eventualidad de origen externo. Si el \$ llegara a devaluarse sería como resultado de un acto deliberado con objeto de resolver las dificultades económicas internas. Porque no hay que olvidar - y se ha olvidado con harta frecuencia aquí y fuera de aquí - que la cuestión del patrón oro o moneda de papel es un problema que excede en mucho los límites de un puro problema técnico para abarcar la vasta extensión de un problema básico en toda economía nacional, puesto que afecta a algo tan esencial a ella como es la regulación de las rentas, de los precios y de las deudas.

El hecho que hoy más encarecen casi todos los que se ocupan de la crisis y sus remedios, es la baja catastrófica de los precios que se ha estado produciendo en casi todos los países, pero muy singularmente en los países de patrón oro, a partir de 1928, y que no se sabe cómo contener. La baja ha desquiciado todas las relaciones económicas; ha precipitado los precios por debajo de los costes ante la dificultad de comprimir éstos; ha apartado al capital de las inversiones industriales, únicas que podrían aliviar el paro, y ha agravado enormemente la posición de los deudores que habían contraído sus deudas en épocas de precios

más elevados y se encuentran ahora con que las deudas representan en mercancías reales una carga mucho mayor, precisamente cuando la mala situación de los negocios hace más difícil de soportar la carga. Así se explica que de los 25.000 bancos que había en Norte America en 1929, 6.500 hayan desaparecido arrastrados por el huracan de las quiebras: los créditos que habían concedido, aún siendo sólidos cuando se concedieron, han resultado en insolvencia y las garantías reales, depreciadas en su valor y en su renta, no bastaban a cubrirlos. Los auxilios con que se ha querido acudir a sostener la situación como los de la R.F.C. (Corporación de Reconstrucción Financiera) no han sido suficientes para contener esta avalancha liquidadora y recientemente se observa un recrudecimiento de la racha de quiebras bancarias que ya ha hundido, en número, una cuarta parte de las instituciones de la banca norteamericana.

Otra dificultad grave es la de luchar en el comercio exterior con los países que, pudiendo dejar caer el valor exterior de su moneda cuanto convenga a las necesidades de su exportación, se encuentran en una posición ventajosa. En esta competencia algunos pequeños países que viven en dependencia económica y en cierto modo política de Inglaterra, como Nueva Zelanda, no se han contentado con dejar caer su moneda al nivel de la inglesa, sino que deliberadamente la han dejado depreciar primero en un diez por ciento y luego en un veinte y cinco por ciento respecto de la libra, bajo el clamor y la irresistible presión política de los agricultores e industriales que sólo así ven posibilidad de seguir exportando.

Prever lo que ha de resultar del concurso de tantas opiniones e intereses encontrados como juegan en cada caso, sería necia petulancia, pero es indudable que la presión de unas y de otros es cada día mas fuerte en el sentido de provocar una devaluación monetaria.

Servicio de Estudios.

16 FEB. 1933

C R Ó N I C A S E M A N A L .

Cuando comentábamos la semana pasada el estado de tensión en que volvía a encontrarse - en que no había dejado de estar, mejor dicho - la banca americana, a pesar de los auxilios de la Corporación de Reconstrucción Financiera, se estaba dando simultáneamente una de las demostraciones más sensacionales de esa profunda crisis que sacude todo el sistema bancario americano, como repercusión del enorme trastorno financiero que está atravesando el país y que exigirá un reajuste muy amplio de las relaciones económicas.

Todo un Estado, el de Michigan, a consecuencia de la quiebra de una de sus principales instituciones bancarias, la Union Guardian Trust, ha tenido que declarar el cierre obligatorio de todos sus bancos, situación que quizás haya que prolongar, y de la que no se saldrá de todos modos sin establecer restricciones y limitaciones en las retiradas de fondos.

El hecho, más que por su importancia en sí, tiene una gran significación como síntoma que revela la profundidad de la perturbación bancaria. Se han manifestado temores de que otros Estados se verían obligados a medidas semejantes y aun de que fuera necesaria una moratoria general. Esto último no parece probable, pues la posición de la banca de los grandes centros financieros como Nueva York es muy distinta, debido a que muchos de los depósitos líquidos han sido transferidos, por causa de la desconfianza existente, a esos grandes centros, donde la situación, por este motivo, es mucho más desahogada, a costa de una mayor acentuación de la tensión bancaria en los distritos del Oeste.

El resultado ha sido un movimiento de huída del dólar que en esta semana transcurrida ha pasado del "gold point" superior al inferior, a pesar de que la situación delicada de los Bancos norteamericanos les ha obligado a hacer una recogida general de sus fondos en el exterior. Se han producido importantes salidas de oro y ha aumentado notablemente el oro comprometido (earmarked).

Ello aumenta los temores de que llegue un momento en que los Estados Unidos mismos puedan abandonar el patrón oro. Hoy por hoy no representa esto un peligro inminente en lo que

se refiere a la situación técnica del sistema bancario norteamericano: El oro libre en la Reserva Federal asciende todavía a más de 3.200 millones de \$, y aunque la emisión ha aumentado últimamente a causa de las dificultades bancarias, todavía después de cubrir el 40 % de los billetes y el 35 % de los depósitos que la ley exige, queda un exceso de 1.200 millones que dan un amplio margen para atender contingencias. Pero el hecho es que, a pesar de todo eso, la suspensión del patrón oro en los Estados Unidos se vería con menor sorpresa que la que presencié el mismo acontecimiento en Inglaterra, aunque ahora como entonces los centros y personalidades autorizados niegan toda posibilidad de que tal cosa llegue a ocurrir.

Parece que los recursos autorizados por la ley a la Corporación de Reconstrucción Financiera no están muy lejos de agotarse. De los 2.000 millones que se halla autorizada para emplear, son más de 1.500 millones los que lleva utilizados, de los cuales las dos terceras partes en auxilios a la banca, a lo cual destina 50 millones semanales, sin que se consiga más que impedir precariamente que el número de quiebras bancarias crezca.

Y luego está el movimiento creciente, nacido de otros orígenes, pero que todo nuevo malestar tiende a favorecer, y que vé una panacea en la desvalorización monetaria. En ello ha influido mucho la experiencia de Inglaterra, cuya separación del patrón oro no ha sido seguida de las catástrofes que algunos anunciaban y que antes bien ha conseguido mejorar su situación.

Actualmente, todos los esfuerzos de las autoridades financieras inglesas se concentran en impedir una subida en la cotización de la £, que se estima contraria al interés nacional y desde el punto de vista monetario como una debilitación, ya que la subida de la £ a expensas de la afluencia adventicia de dinero flotante constituiría para el futuro un peligro siempre suspendido sobre el valor de la moneda. Por eso se tiende a absorber el aflujo de capitales flotantes por medio del Equalisation Fund vendiendo libras papel, para comprar divisas y sobre todo oro al que, en un caso de inversión del movimiento, podría dársele fácil salida sin trastornar los cambios.

Lo singular del caso es que a la posición en £, siendo ésta una moneda papel, se la considera hoy por el mercado

como una de las inversiones más sólidas, y no sin fundamento. Si los Estados Unidos se vieran forzados al abandono del oro, o lo abandonaran voluntariamente por otras razones, arrastrarían probablemente a los demás países que hoy lo conservan, y el resultado de esto sería caer esas monedas más o menos hacia el valor de la £, causando una pérdida a los tenedores de títulos y créditos en monedas oro actuales, en tanto que los tenedores de £ están exentos de ese peligro por haber ya adquirido la £ su nivel de cotización natural y hallarse, al parecer, en una fuerte posición.

Servicio de Estudios.

23 FEB. 1933

CRONICA SEMANAL.

Acaban de aparecer los resultados de la balanza comercial francesa durante el mes de Enero último. Su comparación con los del mismo mes del año anterior encierra alguna enseñanza.

	<u>Enero 1933</u>	<u>Enero 1932</u>
Importaciones	2.550	2.341
Exportaciones	<u>1.509</u>	<u>1.805</u>
Déficit en millones frs.	1.041	536

En el lapso de un año vemos casi duplicarse el déficit de la balanza comercial, a pesar de todas las medidas restrictivas tomadas en contra de la importación. Lo más notable es que las importaciones han aumentado casi tanto como han disminuído las exportaciones hasta el punto de que, a pesar de la merma de casi 300 millones en la exportación, la cifra global del comercio sólo ha bajado en 88 millones, a causa de un aumento de más de 200 millones en la importación.

No cabe atribuir el hecho a una acumulación casual de importaciones en el mes de Enero, pues obedece al parecer a un proceso que viene acentuándose a través de los meses precedentes, según muestran las cifras siguientes que abarcan más de un año:

	<u>Déficit mensual</u>	<u>Porcentaje de exportaciones con respecto a importaciones.</u>
1931 Noviembre	506	82'5
Diciembre	710	74'7
1932 Enero	535	77'1
Febrero	631	73'7
Marzo	898	65'7
Abril	1.095	41'4
Mayo	1.011	59'3
Junio	1.026	60'6
Julio	961	59'8
Agosto	850	62'6
Septiembre	602	73'0
Octubre	731	70'0
Noviembre	809	68'1
Diciembre	996	63'0

La tendencia a la agravación del proceso es bastante acusada, y no parece que se haya producido en este intervalo

ninguna alteración en las partidas de exportaciones invisibles que justifique este cambio en la balanza comercial. De todos modos, la ineficacia de las medidas de política comercial (derechos, contingentes, etc.) es manifiesta. El hecho ha de obedecer a causas generales dimanantes de la situación de los mercados, tanto del mercado financiero como del mercado ordinario de productos. Es indudable que la situación de los precios es muy poco favorable a Francia desde la caída del patrón oro en Inglaterra y, con respecto a aquellos países que ya no lo tenían, desde que la acentuación del movimiento alcista del oro depreció sus monedas en el cambio internacional mientras sus precios interiores se estacionaban, que es el caso de España. Las siguientes cifras, en las que se marcan las relaciones de precios oro entre Francia e Inglaterra por una parte y entre Francia y España por otra, dan una indicación de cómo han ido evolucionando esas relaciones en los últimos meses.

Relación de precios oro entre Francia
y los siguientes países.

	<u>Inglaterra</u>	<u>España</u>
1931. Agosto	106'70	122'83
Septiembre	116'74	115'90
Octubre	121'80	114'27
Noviembre	129'06	115'14
Diciembre	112'64	116'52
1932 Enero	125'69	116'67
Febrero	122'80	127'60
Marzo	119'89	127'04
Abril	125'56	119'81
Mayo	127'68	124'39
Junio	128'97	117'06
Julio	124'41	118'48
Agosto	124'31	117'77
Septiembre	131'23	117'42
Octubre	136'07	117'26
Noviembre	135'94	117'77
Diciembre	"	117'01

La relación con los precios de Inglaterra que era de 106'70 antes de dejar aquel país el patrón oro, ha ido elevándose gradualmente hasta alcanzar la relación 136, ganando un 30 % de margen para la exportación de Inglaterra a Francia, margen que obra naturalmente en sentido inverso para la exportación de Francia a la Gran Bretaña. Y en efecto, las cifras del comercio entre los dos países acusan para el mes de enero, con

respecto al del año anterior, un aumento de 80 millones en las exportaciones de Inglaterra a Francia y una disminución de 9 millones en las transacciones inversas. Las cifras de España no revelan gran variación en la relación de precios oro, antes bien tiende ésta a mantenerse estacionaria, después de las oscilaciones de la primera mitad del año, lo cual indica que la baja de los precios franceses ha sido compensada por las de la cotización francesa de nuestra moneda. Nuestro comercio con Francia se ha visto, pues, menos favorecido por esta causa, y en efecto, las cifras de Enero del año actual en relación con las de Enero de 1932 no dan más que un aumento de cerca de 10 millones en nuestras exportaciones a Francia y una baja que no llega a millón y medio en las importaciones de Francia a España. Todo esto indica una situación anómala de precios que parece ha de imponer bajas más intensas en el nivel de precios franceses para que el equilibrio se establezca.

Esto repercute en el mercado financiero, pues un desnivel tan grande en la balanza comercial, que se ha de reflejar también en la de pagos, sólo es compatible con una afluencia de capitales reales, y por tanto, con el endeudamiento del país en el extranjero. El aflujo de capitales líquidos no cubre suficientemente ese desnivel, y cierta restricción monetaria ha comenzado a manifestarse en el mercado francés del dinero. El tipo de descuento de las aceptaciones bancarias, que a principios de Enero oscilaba alrededor de $1 \frac{1}{4} \%$, subía a 2% a mediados de Febrero. Los demás tipos de interés han subido también un 1% en el espacio de un mes. El fenómeno se atribuye a las fuertes emisiones de Bonos del Tesoro, necesarias para rellenar el déficit presupuestario, pero sea cualquiera la causa, márcase la iniciación del fenómeno de tensión en el mercado de capitales que, unido a los determinados por el comercio exterior, puede originar importantes efectos económicos a los que habrá que estar atentos por las consecuencias de orden general que podrían acarrear.

Servicio de Estudios.

2 MAR. 1933

CRONICA SEMANAL.

La grave situación bancaria que comentábamos en nuestras crónicas de 16 y 23 de Febrero, ha tenido un rápido y dramático desarrollo. La moratoria declarada en Michigan y extendida luego gradualmente a otros Estados, ha acabado por determinar un pánico general que ha precipitado en la insolvencia momentánea aun a los bancos cuya liquidabilidad parecía más satisfactoria, como los de Nueva York y Chicago. El final ha sido la declaración de una moratoria general - que hoy termina, pero que con toda probabilidad habrá que prolongar - y la suspensión virtual y súbita del patrón oro con la prohibición de exportar el metal y la declaración de inconvertibilidad de los billetes. Con estas disposiciones sensacionales impuestas por las circunstancias, ha tenido que inaugurar su mandato el nuevo presidente norteamericano. Desde luego las autoridades americanas niegan que estas medidas de urgencia y exclusivamente transitorias envuelvan el abandono del patrón oro por los Estados Unidos, pero de estas declaraciones, a las que estamos acostumbrados en casos parecidos, será, no lo que los hombres quieran, sino lo que las circunstancias manden.

No hay que exagerar, naturalmente, la importancia de los acontecimientos de los últimos días. En ellos no hay nada que un observador atento no tuviera que admitir como probable desde hace tiempo. Más que una agravación de la crisis por que pasa Norteamérica, es un episodio espectacular de la depresión que hace ya tiempo viene minando su economía. Ciertamente que de momento crea un problema monetario difícil, pues la limitación legal de las retiradas de fondos al 5 % de los depósitos, limitaría las disponibilidades del mercado americano a lo indispensable para el pago de los impuestos (se calcula que estos impuestos, comprendiendo los del presupuesto federal, los de los Estados y los de las corporaciones locales forman un total de 2000 millones de \$ mensuales y el 5 % de los depósitos bancarios, 42.000 millones, asciende a 2.100 millones), de modo que quedarían inatendidas incluso las necesidades comerciales y de las industrias. Hay que tener en cuenta que en Norteamérica, el cheque es el medio normal de pago. La declaración de la moratoria

supone el descrédito, la anulación de ese medio de pago, y esto explica el súbito pánico y las graves dificultades creadas por el conflicto al desenvolvimiento de la vida económica.

La actual situación no puede ser más que transitoria. La cuestión que se plantea ahora es cuál será su desenlace. ¿Conseguirán las autoridades americanas, mediante un gran esfuerzo y con la ayuda de Francia e Inglaterra, mantener el patrón oro en su integridad? Nos parece muy difícil. Si el mercado americano no ha de verse asfixiado y agravadas sus tendencias depresivas, ya tan acusadas a pesar de todos los expedientes para combatirlas, habrá que crear urgentemente grandes masas de dinero fiduciario, aboliendo o reformando la legislación sobre el particular. Restablecer la convertibilidad y levantar la prohibición de exportar oro, no van a ser cosas fáciles en bastante tiempo, dada la desconfianza que pesará todavía largamente sobre el dólar. Lo más probable será que durante un cierto período se pretenda sostener la ficción de que no se abandona el oro como regulador monetario, pero se mantendrán medidas que envuelven de hecho su suspensión completa. Pero el final más probable parece que ha de ser llegar, si no al abandono franco e indefinido, como Inglaterra, a una devalorización, adoptando una unidad oro más baja, que permita reajustar mejor los elementos de la economía americana. No hay que olvidar que últimamente han ido adquiriendo extensión y fuerza en la opinión americana las tendencias desvalorizadoras.

Si de un modo o de otro se llega a la desvalorización del dólar, la presión aumentará sobre el comercio de los países que todavía conserven el patrón oro y es muy probable que, con diversas modalidades, se vean abocados a una crisis análoga que, cualquiera que sean sus aspectos, será provocada en el fondo por el alto valor que, con relación a las mercancías, han alcanzado las unidades monetarias oro, de tal modo que cada día las retribuciones individuales con un valor adquisitivo mayor, corresponden menos a una producción y a un rendimiento "per cápita" más mermado por las dificultades de la situación industrial y agrícola.

Servicio de Estudios.

9 MAR. 1933

C r ó n i c a s e m a n a l.

La atención del mundo económico sigue concentrada sobre la evolución que va a seguir la crisis financiera en los Estados Unidos. Por el momento, la situación es poco clara. Lo único claro es que las autoridades americanas - y esto era de prever - van a hacer un esfuerzo decisivo para mantener el valor oro del dólar y restablecer el patrón monetario con la antigua paridad. En el entretanto, el régimen de cambios exteriores se desenvolverá bajo normas semejantes a las que rigen en el Canadá o quizás en Alemania. Los billetes serán inconvertibles, los pagos en oro al exterior quedarán limitados al saldo de los déficits eventuales por operaciones comerciales, estando prohibida la exportación de capitales; el atesoramiento interior así como la exportación de oro por particulares quedan prohibidos bajo severas multas y otras sanciones. Todo esto es lo contrario precisamente de lo que constituye las bases del sistema de patrón oro. Lo mejor que puede decirse del sistema monetario actual de los Estados Unidos es que es un sistema transitorio de moneda dirigida con miras a mantener su paridad oro actual.

Por lo pronto, las firmes declaraciones sobre el particular del Presidente Roosevelt, han conseguido que las primeras cotizaciones del dólar se hayan mantenido dentro de los límites de la paridad, pero hasta que la oferta y la demanda de dólares pendientes en el mercado tengan tiempo de **confrontarse**, no puede atribuirse gran valor a esas cotizaciones. Desde el momento en que no hay **seguridad** de que una caída del dólar por debajo del "gold point" provoque una salida de oro, el mantenimiento de la paridad queda sometido a los desequilibrios que puedan apreciarse entre la oferta y la demanda, y como, en una moneda tan contratada, siempre hay grandes descubiertos de deudas y créditos en el exterior, jugará un gran papel de momento la manera como deudores y acreedores en dólares reaccionen ante las noticias que lleguen del desenvolvimiento de la crisis norteamericana.

La situación de la balanza comercial hasta ahora ha sido bastante favorable para los Estados Unidos, y esta circuns-

tancia favorece el que, a pesar de la suspensión del tráfico de metal amarillo, pueda mantenerse en buenas condiciones el valor exterior de la moneda. Pero no hay que olvidar que las nuevas medidas prohibitivas y la crisis interna del mercado financiero norteamericano, tienen que modificar profundamente las condiciones del tráfico internacional de capitales y, por tanto, el balance de pagos y el de comercio. Todo va a depender en este aspecto de la evolución interna de la crisis que ahora atraviesa la banca de aquel país, crisis que, como ya decíamos en nuestra crónica anterior, no es más que la liquidación de un estado de cosas que ha venido produciéndose a lo largo del período de baja de precios, durante los 4 ó 5 años últimos.

Las autoridades americanas parecen decididas en este a realizar una operación quirúrgica a fondo. Sólo los bancos ^{(orden} con activos sanos reabrirán sus ventanillas, después de una adecuada revisión. Esto hace suponer que un gran volumen de la pequeña banca, cuyos activos estaban representados en su mayoría por créditos ficticios, quedará definitivamente extirpada y separada de la parte sana, dándose por perdida, al menos en su mayor parte, la gran masa de ahorro recogida por esos Bancos.

La circulación fiduciaria tendrá que ser ampliada. Ya sufrió una expansión considerable, de más de una tercera parte, en los días que precedieron al colapso bancario. Hay que tener en cuenta que no sólo habrá que suplir el oro en circulación o atesorado que se reintegre a los Bancos, sino en gran parte a las operaciones que antes se hacían exclusivamente por medio de cheques. También hay que atender a las necesidades del atesoramiento que será difícil de evitar por completo, por muy rigurosas medidas que contra él se tomen. Claro que la mayor parte de esos aumentos de circulación no tendrán un efecto inflatorio, porque, o no están destinados a circular, o bien sirven para suplir una circulación que ya se verificaba con otros medios de pago ahora en defecto. De todos modos, será difícil mantener la emisión dentro de las proporciones legales de la reserva, de las cuales ya se encontraba cerca al declararse la crisis actual. Una gran parte habrá de hacerse con garantía de valores del Estado, aprovechando la ley llamada de Glass-Stea-

gall, cuyo plazo de validez limitado acaba de ser prolongado.

Un elemento importante para juzgar la situación, y que por ahora nos falta, es el de las Bolsas, que todavía se mantendrán cerradas durante algunos días hasta que la situación bancaria se aclare. El estudio de su modo de reaccionar será muy interesante. Por lo pronto es de notar que el interés del dinero ha sufrido un alza súbita en el mercado neoyorkino, como es corriente en tales crisis, mas por ahora menos considerable que en otras crisis de comparable intensidad, pero más inesperadas.

Parte importante del programa de saneamiento que impone el conservar el valor de la moneda es el conseguir una reducción en los gastos del presupuesto. Sobre este particular el nuevo Presidente parece dispuesto a proceder dictatorialmente, aprovechando los poderes excepcionales obtenidos de las Cámaras, ya que los proyectos anteriores de reducción de gastos fracasaron parlamentariamente. También habría que operar una reducción de todas las retribuciones proporcionada a la baja de precios, para restablecer el equilibrio de costes y gastos que es el gran problema industrial que impide la reanudación de la actividad y la aminoración del paro.

¿Pero no exceden todos estos arduos objetivos las posibilidades de una política práctica? ¿No sería más fácil consentir una cierta devaluación del dólar, que acaso no pueda evitarse a pesar de todos los esfuerzos?

Servicio de Estudios.

16 MAR. 1933

Aunque la caída definitiva del dólar era cosa esperada por los que seguían atentamente el desarrollo de la economía americana, la decisión tomada por el Presidente Roosevelt el miércoles de la semana pasada no ha dejado de sorprender un poco. La decisión en sí no modifica notablemente la situación legal. Legalmente no queda prohibida en absoluto la salida de oro: sometida a un régimen de intervención gubernamental se hallaba ya, aunque ahora en la práctica esa intervención equivaldrá a la supresión casi absoluta de los permisos que se venían concediendo. Lo más importante que hay en la medida adoptada es que se advierte la resolución de no sostener ya el dólar a su paridad oro, de abandonarlo a su suerte, y de entrar francamente en experiencias inflacionistas, cuyos rumbos todavía no están determinados, pero cuya indeterminación no depende más que de la incertidumbre en que se está respecto de los medios eficaces de conseguir un alza general e importante en los precios. Las experiencias hechas el año pasado han enseñado a los americanos que realizar una inflación no es tan fácil como parece, sin lanzarse en una completa orgía financiera.

Entre las autorizaciones solicitadas del Parlamento, figura la facultad al Presidente para reducir en la mitad la cantidad de oro fino de la unidad monetaria. Indudablemente no es el propósito llegar a ese extremo, pero la fijación de límites tan amplios parece indicar la resolución de ir hasta donde sea preciso en un camino que, según una gran parte de la opinión americana, es el único que se abre a la solución de la grave crisis económica, que de cualquier modo hay que atajar.

La sorpresa que la caída del dólar ha causado, más que del hecho en sí nace de que no se esperaba tan pronto. La situación de la reserva oro en los Bancos Federales había aumentado notablemente. La balanza comercial sigue siendo favorable a los Estados Unidos. Nada parece que apremiaba para tomar una resolución tan decisiva en los momentos en que se iban a entablar conversaciones en Washington para preparar la solución internacional de los problemas económicos. Por eso, un poco suspicazmente, se ha interpretado por muchos la medida como un golpe de

estrategia para situarse en mejor posición en las negociaciones. La hipótesis no es probablemente cierta. Indudablemente, Norteamérica hubiese podido resistir técnicamente todavía mucho tiempo sin verse forzada a abandonar su moneda, pero el Presidente Roosevelt se ha visto ante un movimiento creciente, tanto dentro de su partido como entre la oposición, en favor de medidas inflacionistas que en una forma u otra hubieran acabado de todos modos por imponerse obligando a la medida ahora adoptada. Realmente, hacer costosos esfuerzos por evitar una determinación, que parecía de todos modos más que probable, para tener que adoptarla más tarde en peores condiciones, no era un proceder discreto. Y esto sin duda es lo que ha precipitado una medida que, en el supuesto de querer hacer todo lo posible por mantener el valor del dólar, resultaría inexplicable.

Las negociaciones parece que se dirigen en el sentido de restablecer el patrón oro, pero de ningún modo se piensa en el sostenimiento de los antiguos tipos. La devaluación legal de las monedas es ya cosa indiscutiblemente admitida. La dificultad, dificultad realmente gordiana, es fijar las relaciones de esa devaluación. Cosa que hubiera parecido extraordinaria hace algún tiempo en que privaban otras ideas, todos quieren ser los que obtengan la mayor devaluación relativa. Se habla de una devaluación de 15 % para el dólar y de tipos para la libra que representarían del 20 al 40 % respecto al dólar y que reducirían el valor oro legal de la £ de $\frac{4}{5}$ a $\frac{2}{3}$ de la paridad actual. Pero sobre esto tardará en haber una decisión. Probablemente muchos fenómenos monetarios se desarrollarán bajo la libre acción de los elementos actuales. La caída del dólar ha de pesar fuertemente sobre el comercio mundial aumentando la presión sobre las balanzas comerciales, no sólo de los países que conservan el patrón oro sino de los que nunca lo tuvieron o que lo dejaron hace tiempo. Ciertamente que si el dólar, abandonado a sí mismo, cae, es porque su cotización con respecto a las demás monedas no correspondía a una posición de equilibrio en las circunstancias actuales, pero no es menos cierto que esa situación favorecía comercialmente a los países cuyas monedas habían podido buscar libremente su

equilibrio, las cuales perderán su ventaja relativa, al mismo tiempo que sentirán más vivamente su posición inestable las que se hallan ligadas a un patrón metálico.

No es, pues, aventurado suponer que la mayoría de los países, incluso el nuestro, sufrirán una mayor presión le-primente sobre sus monedas con respecto de aquéllos que aun conserven durante algún tiempo su equivalencia metálica, y que estos hallarán mayores dificultades en mantener esa equivalencia, una circunstancia que no favorecerá en modo alguno el alivio de las barreras aduaneras y de las restricciones del cambio, que son fines primordiales de la Conferencia mundial, junto con el restablecimiento del patrón oro, según la opinión de los peritos.

Servicio de Estudios.

27 ABR. 1933

CRONICA SEMANAL.

=====

Dentro de la agitada situación en que la caída del patrón oro en Norteamérica y la progresiva devaluación internacional del dólar ha sumido al mundo financiero, no deja de tener bastante interés la operación concluída por la Hacienda francesa en el mercado inglés levantando un empréstito a corto plazo de 30 millones de libras. Según las primeras noticias el préstamo hubiera sido hecho por el propio Gobierno inglés utilizando francos acumulados por su Fondo de nivelación de cambios. No ha sido así. El préstamo será otorgado particularmente por la Banca inglesa, pero ello no altera mucho las cosas. El empréstito permitirá al Tesoro francés salvar los agobios nacidos de su déficit presupuestario, sin tocar a las disponibilidades del mercado interior, y al mismo tiempo favorecerá el mantenimiento del franco. Aunque la operación no haya sido hecha directamente a expensas del Fondo inglés de cambios, no por eso dejará de favorecer menos a la política británica de mantener su moneda al nivel actual, política que encuentra sus dificultades financieras a causa de la gran afluencia de divisas extranjeras a Inglaterra. De este modo viene a servir admirablemente a ambas políticas contrapuestas.

Sin embargo, la operación ha descubierto que la situación del mercado francés de disponibilidades no es tan desahogada como se creía, y por otra parte, si de momento proporciona una ayuda superabundante para contrarrestar cualquier peligro para la moneda francesa, suspende en cambio, como todas estas operaciones, una amenaza para el porvenir y para un porvenir próximo.

La falta de equilibrio hacendístico crea un peligro indudable para la moneda francesa, si no se consigue restablecerlo pronto, pues la obtención muy continuada de recursos para enjugar el déficit, si se hace en el mercado interior, se traducirá pronto en una inflación y en una inmovilización de recursos que entorpecería el mercado financiero y aumentaría la tensión comercial, y por otra parte, la financiación de ese déficit por medio de préstamos en el exterior, aunque encontrarán facilidades, crearía en cierto plazo una situación insostenible.

Servicio de Estudios.

- 4 MAYO 1933

C R Ó N I C A S E M A N A L

El hecho de más significación para el mercado de cambios ha sido tal vez en la semana pasada la aprobación por el Parlamento inglés de una ley incrementando en la ingente suma de 200 millones de £, el Fondo de Regulación de Cambios que ascendía hasta ahora a 150 millones de £, cantidad que debe haber sido agotada totalmente en la compra de oro y de divisas extranjeras. Gracias a esta nueva autorización, las autoridades financieras británicas podrán emitir en el mercado bonos hasta la citada suma y emplear su importe en la compra del excedente de divisas extranjeras que la exuberante situación de la balanza de pagos del Reino Unido acumulaba de continuo sobre el mercado inglés, excedente que en opinión de dichas autoridades no es debida a la situación particular de la balanza comercial, que exija un alza de la moneda inglesa en el cambio internacional, sino a la afluencia circunstancial de capitales que conviene tener en forma de oro al que sería fácil darle salida en el momento de modificarse el curso de las corrientes financieras. Con la citada suma se podrán comprar a los cambios actuales, 17.000 millones de francos o una suma correspondiente de otras divisas, impidiendo así la fuerte tendencia alcista de la £, que, según los técnicos ingleses, no debe subir de los tipos actuales, sin grave perjuicio para la industria y el comercio británicos.

Las divisas así adquiridas habrán de ser colocadas, y esta colocación no puede ser más que la compra del oro o el préstamo a los países extranjeros, únicos medios de que no recaigan sobre el mercado de cambios y depriman las demás divisas respecto de la £. La adquisición de oro no puede hacerse ahora a expensas de los Estados Unidos que tienen suspendida su exportación de metal amarillo. Inglaterra, aparte de absorber la producción del Africa del Sur y de algún otro país tributario del mercado de Londres, si quiere comprar más oro, no tendrá otro remedio que convertir en francos franceses o suizos, en belgas o en florines todas las demás divisas y utilizando la convertibilidad de esas divisas, solicitar oro de los respectivos Ban-

cos centrales. El oro es entregado seguidamente en el Banco de Inglaterra y éste da billetes, incrementando la circulación. Con estos billetes se repone el fondo, aunque solo en parte porque los francos se compran al cambio del mercado, en tanto que el Banco solo entrega billetes a la paridad legal. Si no son necesarias nuevas compras, el fondo puede retirar parte de los bonos emitidos (dos tercios de ellos aproximadamente al cambio actual) y solo pierde el interés pagado por el tercio restante.

Si las circunstancias imponen nuevas compras de divisas, los recursos obtenidos por la entrega del oro al departamento de emisión pueden emplearse nuevamente en ellas, de modo que los 200 millones de libras así invertidos permitirían comprar, no la suma equivalente de francos antes dicha, sino otra mucho mayor, aunque perdiendo el Tesoro los intereses de la inversión hecha.

Otro medio de emplear las divisas así obtenidas es el préstamo de ellas al exterior. Y este caso se ha dado en el préstamo hecho al Gobierno francés. Es verdad que ese préstamo no se ha otorgado, como al principio se creyó que iba a hacerse, por el fondo de regulación, ni se ha hecho con divisas extranjeras, sino en Libras, pero el resultado es el mismo. El Gobierno francés necesita esos fondos para subvenir al déficit de su Hacienda, lo cual significa que ha de invertir su importe en comprar francos en el mercado inglés. Los francos así comprados, o proceden de las existencias en poder del fondo regulador y que éste, de no emplearlos en la compra de oro, ha de depositar en la Banca, o son adquiridos directamente en el mercado, aliviando así correspondientemente el excedente de divisas que el fondo necesita absorber para evitar el alza de la libra. De todos modos, en este caso la importación de oro es suplida por una exportación de capital de que la nación inglesa percibe un interés, que no existe en el otro caso. Tiene el sistema el inconveniente, en cambio, de que la eficacia del fondo de regulación no puede multiplicarse gracias a la emisión; naturalmente esta se infla menos, salvo que los títulos o efectos de los préstamos puedan pignorararse o redes-

contarse en alguna forma, a expensas, directa o indirectamente, de ella.

Lo más probable es que ambos sistemas se empleen simultáneamente, y de aumentar las restricciones a la obtención de oro, el segundo medio sería el único que quedaría abierto - aparte de la inversión en valores de los países correspondientes que es otra forma de exportar capital - al empleo de las divisas obtenidas. Si su origen es verdaderamente la afluencia de capitales al mercado inglés, éste resultaría un simple intermediario para la colocación de esos capitales adventicios.

Servicio de Estudios.

11 MAYO 1933

C R Ó N I C A S E M A N A L

La decisión de los Estados Unidos de pagar en dólares corrientes los compromisos de sus deudas, aún de aquellas que contienen la cláusula de pago en dólares oro, ha tenido repercusión inmediata. Alemania ha declarado que hará caso omiso de la cláusula oro del empréstito Young y pagará en moneda depreciada.

Desde el punto de vista jurídico del respeto a la letra de los contratos la decisión, tanto de Norteamérica como de la nación germana, es reprobable y será nefasta en lo sucesivo para las operaciones de crédito internacional. Indudablemente dará todavía mucho que hacer a los tribunales y conferencias internacionales. Pero no hay que olvidar que desde un punto de vista económico cabe cierta justificación. En todo préstamo va implícita la condición de estricta justicia de que el deudor devuelva un valor semejante al que recibe. La fijación de la cantidad que se ha de reintegrar en cierta suma de dinero implica el supuesto de la estabilidad del valor de la moneda. Ahora bien, la estabilidad de la moneda y especialmente de la moneda oro ha resultado, sobre todo en los últimos tiempos, una hipótesis completamente ilusoria y el pago de las deudas en oro representa una carga real muy superior a lo que representaba en el momento de establecer el compromiso y a lo que cabía suponer que podía llegar a representar, aun admitiendo a priori que sobreviniese alguna variación en el valor de la moneda. La variación ha sido tal, que, el pago en moneda depreciada significa una compensación muy pequeña generalmente al recaigo experimentado por la deuda como consecuencia de la baja de precios.

Si el presidente norteamericano tuviese que cumplir el compromiso contraído en su reciente discurso de llevar el valor del dólar a un tipo tal que "los deudores pudiesen pagar sus deudas en dólares equivalentes a los que tomaron en préstamo", habría de reducir al valor de 60 centavos el dólar oro actual, si tomamos como base de precios el período 1926 - 28 en que puede suponerse **contraído**, el mayor volumen de deudas actuales en aquel país. Para las deudas internacionales contraídas en las postrimerías de la guerra y en los primeros tiempos de la post-guerra, todavía

sería necesaria mayor disminución.

Los índices de precios y cotizaciones que se registran en las últimas semanas acusan un alza bastante general, importante y sostenida. El alza se ha manifestado inicialmente en el mercado norteamericano a raíz de la suspensión del patrón oro y ha repercutido en casi todos los mercados. El alza es, con todo, menor en general que la depreciación que ha sufrido el cambio, de modo que, salvo algunos productos en que ha sido particularmente notable - como antes lo fué la baja - cual son el trigo, el algodón y algunos otros las mercancías norteamericanas seguirán resultando tan baratas o mas que antes en el mercado internacional.

Ni tampoco esa subida se puede considerar como un hecho consolidado en tanto transcurre el suficiente tiempo para desvanecer las **cábalas** que se hacen, muchas de ellas probablemente ilusorias, acerca de los posibles efectos de las medidas inflacionistas que ahora se inician. No ha habido tiempo de que se manifiesten en el mercado los efectos de variaciones reales en la demanda y en la producción, y son éstas las que han de decir en definitiva si el alza es justificada o no. Entretanto no puede considerarse sino como el efecto de una toma de posiciones de los especuladores que huyen de la moneda y buscan acomodo en otros valores, descontando una probable desvalorización interna del dólar, sobre la cual no se puede vaticinar nada que tenga algun valor objetivo.

Servicio de Estudios.

18 MAYO 1933

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

La atención del mundo está fija sobre la próxima Conferencia Económica mundial. Van diseñándose las posiciones de los países que ocupan un puesto directivo. El pugilato que parecía que había de entablarse entre la Gran Bretaña y Norteamérica, propósito del tipo de devaluación de sus monedas, va esfumándose un poco, porque la cotización exterior de la libra y el dólar se ha fijado a tipos que por ahora semejan estables. La posición de ambos países resulta en la realidad menos opuesta de lo que se imaginaba. Los objetivos que persiguen son distintos. Mientras el Reino Unido se propone, sosteniendo la libra a un cierto tipo, favorecer su comercio exterior, tan mermado por la crisis, Norteamérica, que sigue siendo un país fuertemente exportador, de balance comercial muy favorable, pero cuya economía interna se ha resentido fuertemente por la enorme y continuada baja de los precios, trata con la devaluación de su moneda, más que de buscar una ventaja exterior, provocar una subida de los precios interiores y reconstituir su organismo industrial, y a ello tienden sus esfuerzos.

Semeja que en la futura Conferencia, la principal contienda va a ser más bien entre los países que han abandonado el patrón oro, y no quieren volverlo a adoptar mientras el provenir no se presente más claro, y los que persisten en sostenerlo y desean a todo trance que los demás establezcan de nuevo. Porque, aunque por razones de buena política no confiesen sus aprensiones, presienten en la actual situación graves peligros para sus posiciones. La voz de estos países la lleva naturalmente Francia, cuya posición en la Conferencia se perfila bastante bien. Probablemente en el siguiente párrafo, extractado de un artículo de Frederie Jenny, refleja acertadamente la tesis francesa el autorizado cronista financiero de "Le Temps":

"Así pues, todo deja prever que la Conferencia mundial se inaugurará, dentro de tres semanas, en plena incertidumbre monetaria. Incertidumbre que da origen a tanta mayor preocupación cuanto que las teorías más aventuradas, las más incompatibles con el restablecimiento de las monedas sanas, siguen constituyendo la

25 MAYO 1933

C r ó n i c a s e m a n a l .

Más adelante reproducimos parte del texto de una nota que acaba de dar la prensa norteamericana y que parece contener la tesis que la delegación de aquel país ha de defender ante la Conferencia de Londres, una tesis que a primera vista semeja contradictoria; recomienda una "acción internacional unificada y a la vez una nueva política altamente inclinada al aislamiento, con objeto de que los planes nacionales no interfieran con las influencias extrañas".

Parece haber una flagrante contradicción entre la reunión de ese gran parlamento deliberante internacional que va a ser la Conferencia económica de Londres y los planes de aislamiento económico que se enuncian en la citada nota. Pero esa contradicción acaso no es más que aparente, pues cuando se examinan cuidadosamente los objetivos que el mundo se propone realizar, antes bien se advierte que difícilmente podrán realizarse por una acción verdaderamente internacional. Con toda probabilidad esto sería difícil en cualesquiera circunstancias, pero en las actuales de exacerbación de los sentimientos nacionalistas sería más arduo, porque todo cuanto parezca rozar la plena y omnímoda soberanía de cada país en la ordenación de su economía propia será mirado con invencible desconfianza. Y aunque se prescindiera de los factores políticos para no considerar más que abstractamente los económicos, nos parece que tal planteamiento del problema no sería acertado. No importa que el problema económico internacional tenga caracteres universales, rasgos esenciales comunes en todo el mundo; no por eso deja de presentar sus rasgos típicos y peculiares, su modalidad propia en cada país, que requerirán, dentro de un tratamiento genérico, la adaptación a cada economía propia. Según cierto aforismo médico, no hay enfermedades sino enfermos: algo de esto ocurre sin duda con la enfermedad que ahora aqueja epidémicamente a las naciones; si se las quisiera aplicar un tratamiento único, no produciría iguales efectos sobre todas ellas.

Por eso, la fórmula más acertada será: plan universal y tratamiento particular, dentro de un relativo aislamiento que no complique excesivamente los problemas a causa de la contaminación por nuevos factores imprevisibles. Desde este punto de vista la tesis americana no resulta ya contradictoria, y quizás sea en definitiva la más juiciosa y la que convendría secundar, lo cual no quiere decir que va a triunfar fácilmente, porque los puntos de vista que las delegaciones de los diversos países van a llevar resultarán bastante encontrados, a lo que puede colegirse, y el llegar a un acuerdo será empresa laboriosa, aun admitiendo que la urgencia y transcendencia del problema logre vencer los celos y desconfianzas y situar los ánimos sobre un plano de generosa y cordial colaboración, indispensable para obtener un resultado fecundo.

Servicio de Estudios.

- 1 JUN. 1933

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

.....

Estos días anda debatiéndose el problema de los cuantiosos créditos congelados en Alemania y que no se encuentra manera de liquidar. El organismo alemán que interviene los cambios se encuentra con un déficit creciente de divisas extranjeras que, si actuara sobre el mercado, daría al traste con la cotización internacional del marco. Con pagar en oro no hay que pensar; las reservas oro alemanas se hallan reducidas a una cifra de cobertura extremadamente baja y, aun entregándolas enteras, no cubrirían el déficit. Si se quiere mantener el valor del marco, no hay más recurso que la insolvencia, la congelación progresiva de una parte del valor de las importaciones alemanas; quienes quieran en estas condiciones seguir vendiendo a Alemania se ven constreñidos a realizar una exportación forzosa de parte de sus capitales a aquel país, lo cual no puede admitirse sin una compensación en las ganancias. Alemania realiza el ideal de un mercado cerrado a la competencia extranjera, pero paga caro indudablemente, el aprovisionamiento de las materias indispensables.

El caso de Alemania es típico de lo que representa un país deseoso de mantener a toda costa un valor internacional artificialmente de su moneda.

El cálculo de las paridades económicas entre Alemania y algunos de los demás países arroja el siguiente resultado:

PARIDADES ECONOMICAS, EN PRECIOS ORO, ENTRE ALEMANIA y
LOS SIGUIENTES PAISES:

	EE. UU.	Francia	Inglaterra
1927	102,8	99,4	97,0
28	100	100	100
29	98,6	95,9	99,4
30	97,3	95,3	102,5
31	107,7	97,0	120,6
32	111,6	95,0	144,4
33 I.	113,7	93,4	145,2
II.	116,3	93,4	144,0
III.	116,9	95,4	147,1
IV.	114,9	97,0	148,7

Estos números indican un nivel de precios oro mucho más elevado en Alemania, salvo con respecto a Francia. Inglaterra tiene precios casi un 50% más bajos, y los de Norteamérica llevaban un 15% de ventaja ya antes de la desvalorización del dólar. Los de Francia son todavía un poco más altos que los alemanes, pero Francia se halla también en una situación anormal que sostiene gracias a una gran afluencia de capital, situación que tendrá que variar profundamente cuando las corrientes financieras dejen de seguir el mismo curso. Alemania no se halla en el mismo caso, porque el capital no afluye, como es natural, a un país de créditos bloqueados, ni encuentra quien le preste, a no ser a la fuerza.

La situación llegará a hacerse insostenible si la tendencia actual prosigue, pues mientras los precios oro en el mundo propenden a bajar, los precios interiores de Alemania muestran últimamente una marcada tendencia al alza, y en esas condiciones, es imposible que las corrientes comerciales de la exportación Alemana se desarrollen, antes bien tienden a restringirse, aumentando el déficit de la balanza comercial y, por ende, de la de pagos.

El remedio natural sería dejar caer el valor exterior de la moneda, abandonar ésta al juego libre de la oferta y demanda, con lo cual su valor se regularía de modo que, por el estímulo de las exportaciones de mercancías y servicios y la restricción de la corriente inversa, el mercado de divisas quedase equilibrado. Tal como ahora se desenvuelven las cosas, se tiende también al equilibrio, mas no por el desarrollo de la exportación, sino por la restricción del volumen general del comercio, pues si las exportaciones están impedidas en general por el nivel alto de los precios y del cambio conjuntamente, las importaciones se reducen, por natural reacción de los importadores que no pueden cobrar sus envíos. En efecto, el comercio de Alemania se halla reducido a la tercera parte de las importaciones y a la cuarta parte de las exportaciones, respecto de 1928, lo que, teniendo en cuenta la baja de precios, todavía representa una merma de mucha cuantía. Además, tal situación ha de crear una desconexión cada día mayor entre los precios de los productos de exportación y los de importación o de consumo interior.

Es curioso también el balance de pagos de los Estados Unidos en el año pasado y cuyas principales cifras se recogen más adelante. Resulta de él un excedente de 289 millones de dólares en la balanza comercial, excedente que no dimana, como pudiera pensarse, de una exportación de capitales americanos al extranjero. Más de la mitad ha servido para pagar un déficit en la balanza de servicios de 158 millones. La colocación de capitales extranjeros en América del Norte ha superado, según esta estadística, a la colocación de capitales norteamericanos en otros países, en la cifra de 217 millones, lo que, unido a los 131 millones, restantes de la balanza comercial, ha tenido que enjugarse con exportaciones de capital a corto plazo. En efecto, según la citada estadística, los capitales extranjeros a corto plazo situados en los Estados Unidos han experimentado una disminución de 371 millones de dólares en el referido año. Como no será posible reducir ya mucho la cifra del capital extranjero circulante allí, de no aumentar la exportación de capitales yanquis, su balance comercial, hasta ahora favorable, se vería pronto invertido, sobre todo si mediante un arreglo de cuentas, se regulariza el cobro de las deudas. Tal hecho no dejaría de influir fuertemente en la economía del mundo, pero no podrá cumplirse sin grandes trastornos en los precios o en los cambios para llegar a adquirir unos y otros una nueva estructuración correspondiente al diferente rumbo de las corrientes financieras y, por ende, de las mercantiles. Mas si esto sucede durando todavía la depresión y la falta de salida de los productos en todos los países, no se cumplirá sin resistencias y nuevas restricciones aduaneras. Porque los países en principio dicen querer cobrar de sus deudores, pero cuando se trata de pagar en lo único que todo deudor puede pagar: en los frutos de su trabajo, nadie quiere recibirlos.

Todos los países acogen bien la llegada de capitales - que puján sus monedas o estimulan sus niveles de precios - dificultan o prohíben la de los propios, y al mismo tiempo quieren exportar y no importar, cuando la única manera de exportar más que se importa es exportar capital y no importarlo. De este modo se crean situaciones paradójicas, como lo es la misma de Alemania, de la que se exigen pagos y no se le dejan medios de hacerlos. Así, los sistemas monetarios se desquician, bajo la impulsión de fuerzas a que es imposible que resistan.

CRONICA SEMANAL

LA REDUCCIÓN DE LAS RESERVAS LEGALES.

Ya en el informe de la Delegación del oro se proponía como remedio la reducción de los límites legales de la reserva oro de los Bancos. Obedecía esto a la hipótesis excesivamente superficial de que la deflación, la baja de los precios, en que se miraba el antecedente de la crisis, podía resultar de una carestía del metal monetario. El desarrollo posterior de las cosas debió ser suficiente para convencer a los más recalcitrantes de que tal concepción es en exceso pueril, pues la deflación ha proseguido, aun después de haberse reducido la producción a límites muy inferiores a los que tenía cuando la existencia de oro monetario en el mundo era mucho menor. No obstante, según las declaraciones de uno de los delegados americanos, será ésta una de las soluciones que se van a propugnar.

La ineficacia del remedio es fácil de advertir. Imaginemos que la reserva legal se reduzca al 20 %. Un país que ahora tenga un límite de 40 % podrá, suponiendo que legalmente se le autorice a ello, duplicar la suma de billetes que ponga en circulación. ¿Le servirá de algo esta facultad? Obsérvese que para que la pueda hacer efectiva, es menester que encuentre el medio de conceder un volumen mayor de crédito que el que actualmente otorga. Ahora bien, todo el mundo que está un poco en contacto con la realidad financiera sabe que la dificultad actual está en encontrar quien - con las debidas garantías, naturalmente, - quiera hacer uso de ese crédito, porque no hay medio - y este es el nervio de la depresión - de hacer fructificar el dinero. Y nadie solicita un dinero al que no puede hacer producir y por el que ha de pagar interés. Ni siquiera sirve de gran cosa bajar los tipos de interés, porque la falta de rendimiento de las inversiones y de confianza en ellas, retrae al dinero, por barato que se pueda obtener. Claro que si se diera a un tipo muy inferior al que corresponde a la cotización de los valores de mayor estimación y con garantía de ellos, se conseguiría llegar a pujar esos valores; pero la inversión productiva, que es la que puede sacarnos del marasmo actual, no consigue aumentarse por eso. La experiencia norteamericana del año pasado comprando valores en gran escala para lanzar

dinero al mercado, y que terminó en el más completo fracaso, ha debido aleccionarnos suficientemente.

El poder ampliar los límites de la circulación no soluciona ningún problema actual, porque el problema actual no es el de la falta de disponibilidades en el mercado, sino el de la falta de estímulo para emplear las disponibilidades existentes o que el crédito puede poner en manos del público. La necesidad de esa ampliación podrá venir el día en que, iniciado el auge y con él la inversión de disponibilidades en gran escala, se manifieste restricción en el mercado financiero. Pero ahora estamos muy lejos de esto, que supone el remedio previo de la depresión. Y todavía es discutible si, llegado el caso, convendrá abrir tan liberalmente las manos al crédito, ya que, a juicio de muchos, ese abuso del crédito es el que prepara luego la crisis.

Pero lo que sí parece innegable es que plantearse ahora el problema de ampliar las posibilidades de crédito por una reducción de los límites legales de las reservas, es plantearse una cuestión totalmente ociosa y fuera de tiempo.

Servicio de Estudios.

15 JUN. 1933

LA ESTABILIZACIÓN MONETARIA Y LA CONFERENCIA DE
LONDRES.

Dada la diferencia de criterios que en materia económica reinan, los encontrados intereses y situaciones de cada país y la tendencia a aferrarse a aquellos puntos de vista que más parecen convenir de momento a esas situaciones e intereses inmediatos, no puede sorprender que la Conferencia de Londres tropiece con enormes dificultades. No es muy improbable que esas dificultades se muestren tan insuperables que lleguen a acarrear el fracaso definitivo de la Conferencia, pero no deben causar un desaliento prematuro, por cuanto esos obstáculos podían tenerse de antemano por seguros y había que dar como descontado que, sólo al precio de una ruda labor, podría llegarse en todo caso a salvarlos.

Es posible que el único resultado práctico de la Conferencia sea en definitiva la conclusión de algunos convenios parciales, obtenidos, más que por la Conferencia, a propósito de la Conferencia y un poco al margen de ella, con el fin de ir resolviendo fragmentariamente los problemas que más resaltan en la situación actual. Las soluciones de carácter universal son difíciles, y para que lleguen a ser aceptadas por todos, han de quedar tan llenas de salvedades y limitaciones, que corren grave riesgo de resultar inocuas.

El proyecto llamado de tregua monetaria es el primer acuerdo de carácter parcial que se ha intentado. Consistiría en principio en que, durante el tiempo que se prolongue la Conferencia, los tres principales países: Inglaterra, Francia y los Estados Unidos - eventualmente también el Japón que parece mostrarse propicio a ello -, se comprometiesen a mantener sus monedas en una relación determinada, si no absolutamente fija, variable dentro de los límites que, aun siendo más amplios que los de los puntos del oro, diesen una relativa garantía de estabilidad en los cambios.

tad que ha adquirido. En esto su posición es lógica, porque no es posible racionalmente ser dueño de los precios interiores, si no se es al mismo tiempo de hacer variar concordantemente el valor exterior de la moneda. Toda estabilización en esas condiciones, fuese de derecho o simplemente de hecho, fracasaría en plazo breve, y ello, lejos de favorecer el restablecimiento algún día del patrón oro, lo relegaría a un futuro más lejano y problemático.

Inglaterra se ha podido conformar más fácilmente a una estabilización provisional de hecho, porque su política monetaria es menos ambiciosa que la de los Estados Unidos. La Gran Bretaña no pretende elevar sus niveles de precios artificialmente, aunque desearía que se iniciara naturalmente una tendencia alcista en ellos; de no ser esto posible, se conforma con mantener el nivel actual e ir adaptando a él los costes y los cambios exteriores de su moneda; para esta política, el único peligro de la estabilización es que prosiguiese la tendencia bajista en los países de patrón oro, la cual parece bastante contenida. Pero si a pesar de todo se reanudase, seguramente no vacilaría tampoco en romper la tregua monetaria que se acordase.

En general, las duras experiencias de los últimos tiempos han arraigado la idea, especialmente en los países anglosajones, los de concepciones económicas más prácticas, de que la estabilidad que importa en todo caso es la estabilidad de la moneda con relación al conjunto de las mercancías, y no con relación a una sola de ellas: el oro. Se tiene el sentimiento de que aferrándose a mantener la estabilidad en los cambios, mientras los niveles de precios variaban libremente en sentido bajista, se ha hecho una ruta falsa que, si no es la causa de los desastres ocurridos, ha impedido atenuarlos.

Los partidarios de la estabilización previa y a todo trance, cuando hablan de que no puede seguirse con medidas monetarias variables, que son lo que sería un metro de goma elástica para las medidas de longitud, juegan con un equívoco bastante burdo que debe deshacerse antes de poder llegar a posiciones claras. Es una ilusión creer que las monedas de oro han constituido una medida fija, porque la verdad es que para medir lo principal que una moneda ha de medir, que son los precios de las cosas, han

resultado unas medidas que se iban encogiendo de continuo y con harta rapidez. Y la experiencia ha demostrado que el único modo de dar una relativa estabilidad a los precios interiores ha sido romper el cordón umbilical del oro, que solidarizaba el valor de las monedas de unos países con las de los demás. De que lo que importa es ante todo esa estabilidad, no parece que debe quedar duda, aunque no se renuncie al natural empeño de buscar el medio de conseguir al mismo tiempo ambas estabilidades, lo que hasta el momento no ha sido factible.

Servicio de Estudios.

22 JUN. 1933

CRÓNICA SEMANAL

EL EXPERIMENTO AMERICANO

Apagada casi la Conferencia de Londres, el asunto de más relieve económico en el mundo actual es sin duda lo que ha sido causa determinante del fracaso de todo arreglo monetario: la magna experiencia emprendida por el Presidente Roosevelt para la restauración de la prosperidad. Es difícil juzgar de ella, pues si hay algún plan orgánico, es desconocido, y las medidas adoptadas o por adoptar, tal como se conocen fragmentariamente, parecen a veces contradictorias. Por una parte, se trata, como base fundamental, de elevar el nivel de los precios. Y en esto se han obtenido hasta ahora sorprendentes resultados. El índice Bradstreet, que había llegado en el año 1932 al tipo de 76'2% del nivel de antes de la guerra, ha subido al 87%, lo que viene a ser el de los precios de octubre de 1931. Parece lógico que esto tuviese por objeto aumentar los márgenes de beneficio, para reanimar la actividad industrial. Pero es el caso que al mismo tiempo se procura elevar los costes mediante el aumento obligatorio de salarios y la disminución de los horarios de trabajo. Y aquí es uno de los puntos en que aparece la contradicción a que nos referíamos. Porque el efecto beneficioso más inmediato de una elevación de precios no está en que los precios sean altos. Esto produciría efectos perniciosos, si al mismo tiempo no aumentase la capacidad de demanda, puesto que restringiría las ventas. Lo que se necesita es que se produzca entre precios y costes cierto equilibrio que atraiga al espíritu de empresa y al capital. De ese aumento simultáneo de precios y coste que se está cumpliendo en América no sabemos lo que resultará.

Cierto que una de las cosas que parecen más presentes en el espíritu del Presidente americano, según sus declaraciones, es producir una devaluación del dólar en beneficio de los deudores, y este efecto es independiente de la relación precios-costes; depende tan sólo de la devaluación absoluta del dólar.

Hasta ahora es difícil ver en el alza de los precios más

II

que el efecto especulativo determinado por los temores de devaluación creciente del dólar. El público tiende a adquirir mercancías y valores de renta variable como una protección contra la baja de la moneda. Si esa demanda, aun siendo especulativa, se mantuviese lo suficiente en extensión y tiempo, acabaría acaso por transmitirse a la producción, y haría nacer una demanda real. Sobre si esto ha llegado a producirse, los datos son bastante contradictorios. Si el aumento de demanda se mantuviese en límites puramente especulativos, sin incremento del consumo, el "boom" haría crisis pronto. Llegando a desarrollarse la producción y a absorberse el paro, el auge resultaría más duradero, lo cual no implica que, de todos modos, no sobrevenga al final el punto crítico de la nueva depresión.

Lo que habría que encontrar es el medio de evitar la fluctuación cíclica o dulcificarla extremadamente. Esto no creemos que lo consigan los métodos iniciados en Norteamérica y que por ahora parecen dirigirse a provocar artificialmente el comienzo del auge, el cual suele ser más breve cuanto más artificioso.

De todos modos, el experimento americano merece ser seguido con la mayor atención. Al menos, puede resultar instructivo. Un punto tiene particularmente peligroso: el plan de una vasta intervención de la industria que ha comenzado a desarrollarse, y que es enteramente opuesto a la tradición americana.

Servicio de Estudios.

13 JUL. 1933

CRONICA SEMANAL

.....

EL PROBLEMA DE LA PLATA

Uno de los últimos problemas menores que la Conferencia Económica de Londres ha querido aplicarse a resolver, ante la imposibilidad de solventar los de mayor enjundia, es el problema de la plata, y aun en éste parece que no se ha podido llegar a ningún acuerdo útil.

El interés del problema de la plata, aparte de la particular conveniencia de los productores y tenedores de plata que en algunos países forman un sector de cierta importancia e influencia, reside principalmente en que se supone que la revalorización de la plata tendría un papel importante en la elevación del poder adquisitivo en los países orientales que emplean la plata en sus transacciones.

La idea no deja de ser simplista y bastante discutible. Sin duda que, si la situación económica y social no se alterase, al variar el valor de la plata con respecto a las mercancías, el consumidor oriental se encontraría con un mayor poder de demanda. Pero ¿ocurriría eso?

A la vista de lo que sucede en Europa y en América con el aumento del valor del oro relativamente al de las mercancías, podemos estimar desde luego que no. Porque el efecto de la subida del valor de la moneda, o sea de la baja de los precios de las mercancías corrientes, es casi fatalmente desencadenar una crisis industrial, acrecentar el paro y de este modo disminuir el poder de demanda global aunque aumente la capacidad adquisitiva de la unidad monetaria. Y el fenómeno no es distinto porque la moneda sea de plata o de oro. Es un fenómeno de desequilibrio propio de toda economía monetaria en que se desarrolla un proceso de elevación de valor en la base del sistema.

Por esto, ese pretendido aumento de poder adquisitivo del mundo oriental por revalorización de la plata es quizás una de tantas ilusiones engañosas que, si llegara a realizarse, no se

traduciría sino en empeoramiento de la situación mundial. En las cuestiones monetarias nunca se procede con bastante cautela y el dejarse llevar por juicios superficiales acarrea generalmente grandes desastres, porque junto al efecto inmediato que se prevé fácilmente, hay siempre repercusiones hondas, que los espíritus poco reflexivos descuidan por menos perceptibles de momento, pero cuya influencia en la economía supera a la del efecto somero que se trató de conseguir. El mecanismo monetario está demasiado infiltrado en el organismo económico, como el sistema circulatorio en el cuerpo humano, para que se pueda actuar sobre él sin afectar profundamente las relaciones más íntimas de la economía nacional.

Servicio de Estudios.

20 JUL. 1933

CRONICA SEMANAL.

LA REACCION DEL MERCADO AMERICANO

La repentina caída que han experimentado valores y primeras materias en las bolsas y lonjas americanas era un hecho que ya comentábamos como probable hace algunas semanas. Era visible que la rápida elevación de precios que había subseguido a los anuncios de desvalorización del dólar y a su depreciación exterior, era un fenómeno en su mayor parte de naturaleza especulativa. Además había síntomas poco alentadores, especialmente el índice de las ventas al por menor que, lejos de aumentar, decrecía. Toda alza de precios que no tenga su raíz en la mayor demanda de los consumidores, es un alza pasajera, pues una vez rehechos los stocks, saturados los almacenes de los intermediarios, el alza se estanca y la reacción sobreviene.

Sin duda los dirigentes de la política económica norteamericana no ignoran esta verdad tan simple, pero mientras el alza general parecía confirmar sus puntos de vista y realizar sus propósitos, se han dejado llevar dulcemente por la esperanza infundada de que habían conseguido cebar el auge. Es ahora, al sobrevenir la reacción, cuando realmente se percatan de que esa subida vertiginosa de precios contiene elementos malsanos, gérmenes de una caída que podría acabar de sembrar el desorden en la economía del país.

Y hablan por una parte de frenar la especulación, por medio de restricciones y reglamentaciones de los mercados, algunas de las cuales se han aplicado, y por otra parte, de elevar el poder adquisitivo de los consumidores, aumentando por disposición del poder público los salarios y acrecentando el número de empleados mediante una disminución de la jornada.

Pero las medidas artificiosas suelen ser en economía de doble filo. Si el aumento de los salarios acrecienta la capacidad adquisitiva de una gran masa de consumidores, también aumenta los costes y dificulta la vida de las industrias; o se elevan los precios en consonancia, con lo cual el efecto del aumento del sa-

lario resulta nominal, o se merman los beneficios industriales y con ello el incentivo para nuevas empresas.

Y por otra parte, no todo consiste en que el consumidor posea mayor capacidad adquisitiva, sino en que la emplee. Pero la inseguridad en que los hombres están viviendo, bajo la realidad o la amenaza de la desocupación, antes bien incita a formar reservas con los incrementos de ingresos. Ha pasado la época optimista de gastar cuanto se gana, confiando en una prosperidad sin límites.

Todo parece indicar que el trust de cerebros americano se ha lanzado en un círculo vicioso, cuyo resultado cierto será la seria depreciación de su moneda, pero cuya eficacia reanimadora de la economía es muy contingente.

Servicio de Estudios.

27 JUL. 1933

LA DEPRECIACIÓN DEL DOLAR.

Repetidas veces hemos hecho observar las discordancias que se advierten entre las fluctuaciones de la estimación de una moneda en su mercado propio y las que experimenta en el mercado internacional, una vez que se ha desconectado de un patrón común, a pesar de que, a la larga, ambas apreciaciones tiendan hacia una relación concreta.

En el caso de la depreciación de la libra se observó que la fuerte depreciación exterior que experimentó rápidamente, al ser suspendido el patrón oro, no fué acompañada de una depreciación interior correspondiente; los precios interiores se mantuvieron estables o mas bien siguieron bajando un poco, lo cual determinó una fuerte ventaja para la industria inglesa con respecto a la de los países competidores, ventaja que ha desempeñado y está desempeñando un gran papel en la relativa reposición de la economía inglesa.

En el caso de los Estados Unidos el proceso ha sido muy diferente. Al mismo tiempo que se provocaba la depreciación exterior del dólar, se forzaba la elevación de precios en el interior. Las respectivas políticas monetarias retratan en gran parte la diferente psicología de ambos pueblos; el del inglés cauteloso y paciente, confiado en la acción prudente inspirada en el empirismo y en las lecciones de los acontecimientos; el norteamericano, impulsivo y osado, deseando forzar la marcha misma de las cosas, dominar por la acción el lento proceso de la coyuntura. Los resultados nos dirán quiénes obraron con más acierto, aunque parece desde luego evidente que son los ingleses quines actúan con menores riesgos.

Entretanto es interesante observar cuáles son los efectos externos del experimento americano, a juzgar por la variación relativa que han tenido los precios oro de los productos de aquel país, lo que nos marca la relación entre la depreciación interna y externa del dólar.

El índice de precios al por mayor de Fisher, en 7 de abril, antes de iniciarse la depreciación del dólar, era el de 57'2. El índice último conocido es de 71'7 (21 de julio) y como el cambio del dólar con el franco en igual fecha era en porcentaje de 71'95, resulta para el nivel de precios oro $71'7 \times 71'95 = 51'62$, un tipo inferior en 11 por 100 al de abril y que es el margen general en que se ha elevado la protección del mercado americano contra las mercancías extranjeras, y en que resulta favorecida la competencia de los productos americanos en el mercado internacional.

A esto hay que hacer algunas observaciones.

En primer lugar, la cotización del dólar, tanto como la fluctuación de su valor interno, está experimentando considerables alternativas de un día a otro, lo cual da gran inseguridad a las transacciones a base del dólar y de los precios americanos.

En segundo lugar, ha habido una gran desarticulación de los precios en los Estados Unidos, como consecuencia de la enorme alza especulativa. Mientras unos precios no han subido o han subido muy poco, otros han bajado, y otros, especialmente los de las primeras materias, han sufrido alzas enormes, que resultaron anegadas en el conjunto. He aquí algunos ejemplos:

Trigo

15 de febrero	0,61 dólares por unidad,		
fin de junio	1,025	id.	id.
aumento relativo	68 %		

Café

15 de febrero	0,0825	id.	id.
fin de junio	0,07	id,	id.
disminución	12,2 %		

Estaño.

15 de febrero	0,235	id.	id.
fin de junio	0,447	id.	id.
aumento	90 %		

Pieles

15 de febrero	0,048	id.	id.
fin de junio	0,125	id.	id.
aumento	163 %		

Petroleo

15 de febrero	0,663 dólares por unidad,		
fin de junio	0,630	id.	id.
aumento	5 %		

Algodón

15 de febrero	0,0605	id.	id.
fin de junio	0,1015	id.	id.
aumento	67,6 %		

Para juzgar de la influencia que en el comercio exterior en general puede tener una alteración tan varia de los precios, sería menester disponer de índices separados de los artículos de exportación, de importación y nacionales, que la estadística americana no da. El simple examen de los ejemplos aducidos revela que mientras el coste de las pieles americanas se ha elevado notablemente en el mercado internacional, así como el del estaño y el del algodón, aunque este último en proporción más pequeña, el del petróleo ha sufrido un considerable abaratamiento.

Por esto es difícil prever los efectos precisos que la depreciación interna y externa conjuntas que el dólar está experimentando vaya a tener en la mecánica de los mercados y que habrá de repercutir fuertemente sobre las monedas afectadas por el comercio norteamericano.

Servicio de Estudios.

- 3 AGOS. 1933

C R Ó N I C A S E M A N A L

=====

Las recientes fluctuaciones monetarias entre las monedas del grupo oro y del grupo papel han acentuado más el desnivel ya existente entre ambas. Si tratamos de indagar las causas de esta nueva alza de las monedas oro, nos encontramos con que no se ve acompañada en general por una variación correspondiente en el poder adquisitivo de las monedas. Mientras la posición relativa del franco y la libra apenas han experimentado variación en lo que a sus capacidades de compra respectivas se refiere, el dólar ha perdido una fracción importante de su poder adquisitivo. He aquí las cifras comparadas, según los índices Fisher de precios al por mayor:

	Francia	Inglaterra	EE.UU.
1 Septiembre	68,5	68,6	72,1
25 Agosto	69,1	68,4	71,7
18 "	69	68,4	71,6
11 "	69	68,4	71,6
4 "	69,5	68,5	71,9
28 Julio	69,7	68,5	70,9
21 "	70,7	69,4	71,7
14 "	69,8	68,5	70,1
7 "	70,3	68,2	67,8
30 Junio	68,8	68,1	66,3

En el índice francés se observa una ligera tendencia a la baja, y en el inglés una tendencia no más pronunciada al alza, pero la relación paritaria solo se ha modificado en los dos meses en una cuantía que oscila alrededor del 1 %. Por el contrario, el dólar ha perdido en el mismo tiempo más de un 10 % de su capacidad de compra. Sin duda la libra sufre un movimiento de arrastre por parte del dólar, debido a que, dada la íntima relación comercial entre las economías americana e inglesa, las fluctuaciones en los precios y en los cambios norteamericanos **reobran** fuertemente sobre la balanza económica inglesa.

Lo cierto es que las autoridades monetarias británicas, siguiendo su política de no utilizar el fondo de regulación sino para mantener cambios de equilibrio natural después de invertir bastantes de los recursos en divisas extranjeras antes acumulados, han resuelto dejar caer el cambio de la libra cesando momentáneamente en la demanda de libras que se había ido haciendo necesaria últimamente para mantener el equilibrio, con el fin de tantear un tipo más bajo.

En cuanto a la consolidación en la posición de las monedas oro, que hace pocos meses era bastante precaria, parece debida principalmente a que el movimiento de capitales, que hasta hace algunos meses iba hacia Inglaterra, se dirige ahora nuevamente hacia los países de patrón oro, ante la inseguridad en el valor ^{del \$}oro motivada por la política económica norteamericana, cuyos efectos se teme ver reflejados en el valor de todas las monedas papel. Mientras los países de patrón oro con-

sigan mantener una afluencia suficiente de capitales, su posición podrá mantenerse, no obstante el nivel mucho más elevado de sus precios oro. El punto crítico se producirá para estas monedas en cuanto esa corriente no prosiga o se invierta, pero ese momento parece por ahora retrasado, merced a la desconfianza en la estabilidad de la libra que los acontecimientos últimos han despertado.

Servicio de Estudios.

-7 SEPT. 1933

CRÓNICA SEMANAL.

El experimento norteamericano parece haber llegado a un punto crítico simultáneamente con la entrada en vigor de los famosos códigos industriales. Tienen estos por efecto aumentar notablemente los costes por la reducción de las horas de jornada y la elevación de salarios. Su primer resultado indirecto y seguramente inesperado para sus creadores, ha sido aumentar las disputas entre patronos y obreros al dar armas y fortalecer las asociaciones obreras poco desarrolladas hasta ahora en Norteamérica. Esta es una circunstancia que va a favorecer poco el éxito de los planes reconstructivos.

La elevación de los costes es un hecho que va en contra de los estímulos naturales del auge industrial, y que sí, antes bien tendería a acentuar la depresión y el paro. Este hecho tan elemental no es ignorado naturalmente por los promotores del plan Roosevelt, quienes confían en que el auge especulativo promovido por el sólo anuncio de los proyectos y sostenido a fuerza de una intensa propaganda se prolongará lo suficiente para que el mayor poder de demanda repartido a la gran masa de los consumidores venga a compensar a los industriales de sus mayores desembolsos, gracias a la más fácil salida de sus productos en el futuro y a la consiguiente alza de precios a tipos remuneradores.

Pero, aunque tales esperanzas tuvieran una exacta verificación hace falta que, mientras tanto, las empresas sean sostenidas financieramente, suministrándoles recursos para cubrir los gastos de producción incrementados, que hoy no son recuperados por completo del mercado. Para esto es menester que la banca preste un auxilio liberal, tanto a las empresas antiguas que se han prestado a colaborar con el plan, como las nuevas que se creen bajo el impulso de la campaña de reconstrucción para absorber los brazos parados.

La banca norteamericana tiene una reciente y dolorosa experiencia de lo que es el crédito concedido a tontas y a locas. No se niega a colaborar en la reconstrucción, pero sí a conceder

créditos que no se ajusten a normas sanas. Hay que reconocer que su proceder es razonable. ¿Qué perspectivas puede ofrecer un movimiento de prosperidad nacido artificialmente del uso inmoderado del crédito? Aun en auges surgidos más espontáneamente y que parecían de una perfecta y verdadera viabilidad, como el de hace unos años, ha sobrevenido pronto el hundimiento, por la inmovilización de los préstamos concedidos que ha determinado la crisis bancaria de que todavía no se ha salido. ¿Qué cabe aguardar de un proceso en que se empieza por comprometer en una aventura muy aleatoria los recursos de la banca? Si la empresa fracasara - y aunque no hubiera otras razones para ello, hay siempre la razón experimental de que todo movimiento de prosperidad trae fatalmente la crisis y la depresión - ¿no sobrevendría una crisis espantosa, frente a la cual palidecerían las pasadas?

En contradicción con esto, el Gobierno americano proyecta simultáneamente un seguro de créditos bancarios que vienen a establecer una especie de solidaridad entre la banca para responder de los fracasos que tenga alguno de sus miembros. De este modo los bancos sanos se verán implicados en las pérdidas que puedan sufrir los menos cuidadosos en la concesión de créditos. Y esto en momentos en que la banca es incitada a prestar sin miramientos.

La única salida lógica a esto sería que el Estado acepte la responsabilidad del experimento que pone en práctica avalando los créditos concedidos a las empresas puestas bajo el signo del "águila azul", o sea él quien, con el producto de empréstitos, se encargue de prestar el auxilio económico requerido a las empresas industriales. La cosa sería sumamente grave, pero así y todo lo más probable - y aquí se halla la verdadera gravedad del asunto - es que, de un modo o de otro el Gobierno norteamericano, una vez entrado en el camino emprendido, se ha forzado a seguir siempre adelante, cualquiera que sea el resultado de sus planes. Hacer marcha atrás, será muy difícil, son experimentos en que se entra más fácilmente que se sale. Las múltiples dificultades que las primeras reglamentaciones descubren a poco los males que desencadenan, se procura enmendarlos por nuevas reglamentaciones cada vez más complicadas, llegándose así a un enredijo de trabas, a una complicada ortopedia, de que es difícil desprenderse luego.

Lo más probable es que asistamos a una vasta experiencia intervencionista, cuyos resultados sociales es difícil prever, pero cuyas incidencias darán lugar a pugnas que ya se van presintiendo.

Servicio de Estudios.

14 SEPT. 1933

CRÓNICA SEMANAL

La cuestión de la estabilidad de las monedas oro, en particular del franco, sigue agitándose, y le ha dado actualidad cierta opinión que se dice expuesta por el Presidente Roosevelt al Gobernador del Banco de Inglaterra en su reciente entrevista. Se supone que la estabilidad del dólar y la libra a los tipos actuales o más bajos provocaría una emigración de capitales, y consiguientemente de oro, desde Francia hacia Inglaterra y Norteamérica, análoga pero de sentido inverso a la que la estabilización del franco determinó, y que fué uno de los elementos que aseguraron el éxito de la estabilización.

Reconociendo el valor que esta opinión encierra, Jenny, el competente cronista financiero de "Le Temps", procura rebatirla. Su argumentación consiste principalmente en negar la semejanza del caso, suponiendo que la gran afluencia de capitales a Francia fué debida a la repatriación de capitales franceses precedentemente emigrados a causa de la creciente depreciación del franco. Estos capitales no tendrán ahora por qué salir: en cuanto a los capitales extranjeros en Francia, aun siendo importantes, supone Jenny que representan sólo una parte pequeña del stock de oro del Banco de Francia.

Un peligro más serio encuentra Jenny en el déficit presupuestario, peligro que en Francia se halla agravado por el menor crédito público, debido en su opinión a la reciente y dura experiencia que constituyó para los acreedores del Estado la importante devaluación del franco. Jenny confía, sin embargo, en que tributos y empréstitos interiores conseguirán mantener el equilibrio sin tener que recurrir a obtener recursos de la emisión que es donde se hallaría el verdadero peligro de inflación y de devaluación de la moneda.

Pero creemos que en este cuadro falta uno de los elementos principales para juzgar en conjunto la situación, elemento de que se pueden derivar los peligros más inesperados para la situación monetaria. La moneda francesa está considerablemente subvalorizada en el mercado interior; esto es, el poder adquisi-

tivo interior es bastante inferior al poder adquisitivo en el mercado mundial, lo cual es motivo de una considerable balanza comercial deficitaria. Esta balanza deficitaria, que hasta ahora no se halla compensada por exportación de oro, ni tampoco por una balanza inversa de servicios - pues el más alto coste de la vida en Francia que en el extranjero tiende a disminuir el saldo favorable de algunas partidas invisibles de la balanza, como el turismo - no puede tener más contrapartida que una importación de capital en una u otra forma. Y estos tres elementos: balanza comercial deficitaria, subvaloración interna de la moneda y balanza favorable de capitales, forman un sistema en equilibrio. Cualquiera de los tres elementos que se modifique accidentalmente, comporta de un modo fatal una alteración correspondiente en los demás. Bastará, por ejemplo, que dejen de afluir capitales a Francia en igual medida que ahora, para que la balanza comercial se altere en consecuencia y las paridades monetarias reales se modifiquen también en consecuencia, en búsqueda de un nuevo equilibrio. Ello se conseguirá ciertamente, en parte, por algún movimiento en las reservas áureas. Pero ese movimiento es lo menos esencial; sólo constituye un síntoma superficial del cambio. Lo interesante son las modificaciones en los elementos substanciales. Y entre ellos el más importante es sin duda el nuevo equilibrio de precios. A menos que los precios oro de los demás países subieran extraordinariamente - lo que por ahora nada hace presumir que ocurra en un término próximo - el nivel de precios en Francia habría de bajar muy sensiblemente, lo cual desencadenaría tal agudización de la crisis interna - hasta el presente menos acusada allí que en otros países - que probablemente haría pensar en un abandono del patrón oro, como única salida para mitigarla y de paso aliviar la situación del erario, **agravada por el empeoramiento de los negocios.**

Servicio de Estudios.

21 SEPT. 1933

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

La actual crisis está sometiendo los sistemas bancarios a las pruebas más difíciles y obliga a cambiar las normas tradicionales de la banca en casi todos los países. Ahora es Alemania la que se halla empeñada en un cambio de organización de su mecanismo financiero nacional, al parecer respondiendo a las nuevas concepciones económicas dominantes como resultado del cambio político allí ocurrido, pero en realidad obedeciendo a necesidades que se hacían sentir agudamente desde bastante tiempo **atrás**.

Todo el período posterior a la guerra se caracteriza en Alemania por una gran carestía de disponibilidades, por una extrema contracción del mercado de capital, sólo aliviada temporalmente por la oferta de capitales extranjeros que afluyeron abundantemente a la nación germánica hace algunos años y se utilizaron principalmente en realizar una gran transformación técnica de la industria y en intensificar la construcción, lo cual dió lugar a una enorme inmovilización de capital que ha tenido gran parte en las dificultades financieras que luego se hicieron sentir y en la iniciación de la última depresión. A partir de aquel momento la carestía de capitales se agudizó enormemente y los tipos de interés se han mantenido excepcionalmente elevados y, si han cedido luego un poco, ha sido en el mercado de préstamos a corto plazo, pero para los préstamos en que se inmovilizaba el capital durante un período largo, los tipos han sido en general superiores al 8 % hasta el punto de que la reducción en el servicio de la Deuda Pública sólo ha podido conseguirse mediante conversiones forzadas. Tales tipos de interés son, en la situación actual, un impedimento grave para que tome vuelo un movimiento de prosperidad, que ha de resultar ante todo de la iniciación de nuevas empresas y de la reanudación de la actividad en las antiguas, único medio de conseguir la reabsorción del gran número de brazos ociosos. Este aspecto del problema económico ha preocupado hondamente a teóricos y prácticos de aquel país. Dáale mayor complejidad el deseo de mantener el valor internacional de la moneda y las rigurosas medidas de

reglamentación de cambios a que ello dió lugar, así como la gran suma de haberes extranjeros que quedaban inmovilizados en Alemania por los acuerdos que hubo que celebrar con los acreedores. La extrema reducción de las reservas de oro no consentía una ampliación de la circulación con arreglo a las normas clásicas. La solución que por lo pronto se ha adoptado es la de aceptar en Alemania el sistema de compras en mercado libre que es corriente en los países anglosajones y en los que siguen sus métodos, pero que en la reglamentación del Banco de emisión alemán se hallaba prohibida. Gracias a la nueva autorización, el Banco de emisión alemán podrá adquirir en el mercado valores comerciales de primer orden y títulos del Estado que servirán en su Cartera de garantía a las nuevas emisiones que ello exija y fluidificará los capitales de particulares, empresas y bancos, ahora invertidos en valores, con lo cual se podrá intensificar el préstamo a la industria y atender a las necesidades de una reanimación industrial que, según diversos síntomas, parece querer iniciarse allí, y que sólo la abundancia de capitales puede vivificar.

Claro que ello planteará nuevos problemas monetarios, pues ya la moneda sólo se mantiene en su paridad, internacionalmente, gracias a una complicada ortopedia. Una elevación de precios como la que producirá la creación e inversión de nuevos medios de pago hará todavía más difícil el equilibrio inestable en que el marco se encuentra y que impide la reanudación de la libertad de cambios con el exterior. Con el fin de movilizar los grandes haberes congelados en Alemania se comienza a ensayar un sistema de scrips o bonos, que se admitirán parcialmente en los pagos de las exportaciones alemanas. Es un medio de que, si los acreedores extranjeros quieren cobrar, cobran en mercancías, que es en lo que Alemania puede y quiere pagar. Pero con esos expedientes no se logra eludir el hecho fundamental de la sobreestimación artificiosa del marco. El precio de la mayoría de los artículos de exportación son demasiado elevados en el mercado alemán para explotarlos mercantilmente, pagándolos en marcos oro, y el resultado probable será que la depreciación que no se manifiesta en la moneda oficial a causa de las restricciones, se acusa fuertemente en esta moneda supletoria para el comercio exterior. Estos bonos depreciarán su cotización lo suficiente para que los compradores de mercancías alemanas puedan pagarlas con ellos sin que

les resulten a un precio fuera de competencia en el mercado internacional. Con lo cual los acreedores de Alemania sufrirán de hecho una rebaja en sus créditos y pagarán parte del coste de sostener la moneda alemana a un nivel artificial.

Servicio de Estudios.

28 SEPT. 1933

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

Las perspectivas monetarias son todavía bastante inciertas en el mundo. Todo se halla pendiente, desde hace algunos meses, de la política americana, y la política americana no se define de una manera clara y concreta. Muchos signos inducen a creer que en la mente de los directores del experimento emprendido en los Estados Unidos no hay tampoco una concepción definida del plan que se habrá de seguir. Una de las distintivas del carácter americano es que el pensamiento no se anticipe a la acción, sino que vaya paralelo a ella. Seguramente una de las causas del carácter emprendedor del americano es que su actividad se decide apenas esbozado un esquema mental muy rudimentario de lo que se ha de hacer, y confía al desarrollo posterior de los acontecimientos el ir trazando nuevas directrices a su conducta. Esto ofrece sin duda el inconveniente de la incertidumbre y la falta de plan organizado. Pero en medio de ello no deja de tener una ventaja digna de aprecio: la de que sustrae los experimentos puestos en práctica a un doctrinarismo inflexible que los llevaría acaso a sus últimas consecuencias, favorables o adversas, sin preocuparse lo suficiente de si los efectos son o no los esperados. Menos preocupados de ideas preconcebidas, están más atentos al desarrollo de los sucesos y mejor dispuestos a una rectificación a tiempo. Tal parece ser la situación actual. Los resultados de las primeras actuaciones no han correspondido a lo que de ellas se esperaba. Obstáculos y peligros graves han surgido, nacidos sobre todo de que los cambios introducidos artificialmente en la moneda, en los precios, en los salarios, etc. han revelado que el trabajo de reajuste que exige la restauración de la coyuntura, resultaba más arduo a causa de los nuevos desniveles creados por la intervención económica. Una gran parte de la opinión americana más solvente se ha sentido fuertemente alarmada por los peligros que se advierten claramente o se adivinan al menos en esta incursión por lo desconocido. Todo hace suponer que se va a frenar la marcha emprendida, y aun quizás a variar de rumbo. Se aguarda una declaración del presidente americano que aclare las cosas, y con algún fundamento se espera que esa declaración contenga precisiones sobre una devaluación legal del dólar a un tipo preciso y un plan de estabilización con vuelta formal al patrón

oro dentro de un breve plazo. Entre tanto, la tan decantada inflación se limitará probablemente a una expansión crediticia por la compra de valores públicos por parte de los Bancos, sistema ya empleado previamente y que es desde luego más inocuo que una verdadera inflación mediante la emisión de moneda para planes de reconstrucción, que parecía la idea primera.

Si los proyectos que Roosevelt anuncie, coinciden con estas previsiones, habrá llegado el momento en que se pueda comenzar a planear por los países ahora alejados del oro su vuelta al sistema clásico de regulación monetaria. Mas por ahora todo se halla pendiente de lo que la primera autoridad americana diga en su próxima declaración, cuyos términos, a juzgar por los sucesivos aplazamientos que va sufriendo, parece que cuestan de concretar.

Servicio de Estudios.

- 5 OCT. 1933

C r ó n i c a s e m a n a l .

En términos generales, la **información** económica y los índices de actividad industrial que se reciben de todas partes acusan una franca tendencia favorable, y todo induce a pensar que, salvado el punto más bajo de la depresión, el mundo económico se encuentra caminando lentamente por la fase de reposición, que suele presentar un primer período de progreso poco perceptible antes de desembarcar en el paroxismo del auge. Desgraciadamente, la profundidad de la crisis ha sido tan grande, que las fuerzas retardatrices de la reposición obran esta vez con particular intensidad. Los tipos de interés en los mercados del dinero están por lo regular muy bajos actualmente, aun para las colocaciones a largo plazo (el reciente empréstito de conversión y consolidación inglés se ha emitido a $2 \frac{1}{2} \%$, un 1% más bajo que el de la gran conversión realizada el año pasado). Pero aun así el capital no se arriesga fácilmente en empresas industriales; dura el efecto de desgraciadas experiencias recientes que han destruído sumas enormes de ahorro. Ello se traduce naturalmente en una gran rarefacción del mercado de capitales para la industria y, por consiguiente, en altos tipos de interés que ofrecen un considerable margen respecto a los tipos corrientes, como prima de riesgo en colocaciones que se estiman demasiado aventuradas. La situación general de la industria tardará todavía, con toda probabilidad, a ser lo bastante floreciente para poder pagar intereses elevados o rendir beneficios suficientes para que el accionista estime compensado el riesgo de la colocación de su capital. Sólo industrias nuevas, productoras de creaciones recientes de la técnica que encuentren favorable mercado, pueden permitirse en las circunstancias actuales, el lujo de pagar altos rendimientos. El estado de incertidumbre que crea la inquietud social y política, en gran parte derivada igualmente del malestar originado por la crisis, también constituye un elemento perturbador opuesto a la rapidez de la recuperación.

Aparte de esto, se comprueba - el hecho es bastante desconsolador, pero positivo - que los intentos para acelerar el retorno de la coyuntura favorable han resultado hasta ahora negativos y antes bien opuestos a los fines que se proponían realizar.

El país que con más empeño y con medidas más enérgicas ha tratado de forzar el desarrollo del ciclo económico, es aquel cuya situación hoy origina mayores inquietudes para el porvenir, no sólo por las consecuencias que sus experimentos pueden causar en su economía particular, sino por las importantes repercusiones que ellas tendrán en la marcha de la economía general del mundo, que siempre ha mostrado una gran receptividad a las influencias procedentes de la América anglosajona. Contrasta el estado incierto de la evolución económica en América con el progreso lento, pero seguro y estable, que muestra desde hace dos años la economía inglesa, que en general ha estado sustraída a toda maniobra artificiosa, pues el abandono del patrón oro fué un acto forzoso impuesto por las circunstancias y puede considerarse que, más bien que la introducción de factores artificiosos, tuvo por resultado el dejar obrar libremente los factores económicos en el valor de la moneda, el permitir que este valor dejara de estar regulado por una base fija y en su origen arbitraria, para obedecer a sus causas reguladoras naturales, que habían llegado en todas partes a situarse en absoluta oposición con aquélla. Aunque se ha dicho que la Gran Bretaña seguía una política de moneda dirigida, lo cierto es que la política monetaria inglesa se ha distinguido ante todo por una gran cautela, se ha basado en normas clásicas, sin lanzarse en aventuras experimentales.

En suma, por lo que puede inferirse hasta ahora, la reanudación de la actividad industrial y comercial, cuando llegue, se deberá sobre todo a la acción de las causas normales y bastante ignoradas que hasta ahora trajeron siempre la coyuntura favorable tras la adversa, y cuando podamos hacer el balance de los resultados obtenidos por las intervenciones para influir en sentido beneficioso al desarrollo de los acontecimientos, tememos que ese balance no arroje saldo acreedor a favor de tales intervenciones.

Servicio de Estudios.

11 OCT. 1933

C r ó n i c a s e m a n a l .

Nuevamente se recrudecen en el mundo financiero las aprensiones de que las monedas oro - y en particular el franco, de cuya suerte depende indudablemente la suerte de las demás que quedan subsistentes - se ~~van~~ forzadas a abandonar el punto sustancial de apoyo de su valor. En realidad, los peligros de que eso ocurra son ya viejos; datan casi del momento de la estabilización. Hízose ésta a un tipo muy favorable, porque se fijó el valor del nuevo franco bastante por debajo del que correspondía a su paridad económica en aquel momento con las monedas de los principales países, no obstante haberse escogido un tipo algo superior a la cotización media del franco en aquella época. Había a la sazón una gran disparidad entre el cambio natural y el real; éste era mucho más favorable que aquél, debido al efecto deprimente que sobre el segundo había estado ejerciendo la gran huída de capitales de Francia ante el porvenir incierto de la moneda francesa, en constante y progresiva baja. Esa circunstancia fué altamente favorable para el resultado de la estabilización, pues pareciendo que se revalorizaba notablemente el franco, en realidad se le dejaba un margen de seguridad considerable entre el tipo adoptado y la paridad económica existente. Claro que ese margen de seguridad no hubiese funcionado, ~~de no~~ haber seguido el proceso de emigración de capital que hasta entonces se venía registrando. Pero, precisamente la estabilización tuvo por resultado contener ese proceso, y aun invertirlo rápidamente debido a la repatriación de capitales y a la inmigración de capitales extranjeros.

Francia, cuyos precios se habían elevado enormemente durante la etapa de depreciación del franco, pudo mantener estables esos precios, gozando de una cierta ventaja en el intercambio con el exterior, en tanto la cotización de la moneda no se equiparaba con su paridad económica. Pero coincidía todo esto con una tendencia a la baja de los precios oro en todos los países, baja a la que no se vió arrastrada Francia; primero, por ese

márgen diferencial entre tipo de estabilización y paridad y, luego, cuando ambos llegaron a equipararse, porque la fuerte inmigración de capital permitió sostener una paridad económica que supone precios oro en Francia muy superiores a los que regían en el mundo.

Este desequilibrio no se hizo notar gran cosa mientras las demás grandes naciones mantuvieron el patrón oro, con precios interiores que no se habían deshinchado tanto como correspondía a la baja mundial de precios. Una vez que esos países, empujados por su propio desnivel de precios, se vieron forzados por las circunstancias - entre las que siempre hubo la determinante de una fuerte salida de capital - a ir abandonando el patrón oro - legal o subrepticamente -, la situación fué haciéndose más crítica para los países que lo conservaban, a causa del fuerte desnivel que se había creado entre paridad económica y cambio.- ahora en sentido inverso del que existiera al hacerse la estabilización del franco - y que sólo se ha podido mantener gracias a una constante entrada de capital. Hasta ahora esa entrada de capital ha existido, porque el mismo elemento desfavorable de la caída del patrón oro en los demás países atraía capitales hacia los de moneda oro, determinando así una compensación, compensación precaria porque alguna vez esa corriente había de pesar y acaso invertirse, de modo que el equilibrio que contribuía a mantener era un equilibrio inestable.

En la actualidad, la situación es dramática. Francia quiere a todo trance mantener el patrón oro. Una razón de orden psicológico le obliga a ello, y es la de que, estando todavía muy reciente en aquel país los efectos de la devaluación anterior, la desconexión de su moneda de su base oro - sobre la que hace relativamente tan poco tiempo se sentó - para devaluarla de hecho nuevamente, produciría efectos de pánico superiores a los que esto mismo ha causado en otros países que todavía no habían pasado por la misma experiencia en la postguerra. Para salir adelante en sus propósitos, sin que su economía se arruine, es necesaria una considerable compresión de los costes, a fin de ponerlos en relación con los precios oro mundiales. He aquí la difícil empresa: reducir los salarios, los sueldos, los intere-

ses, las rentas fijas, los impuestos. Esto último es un capítulo que se está lejos de poder disminuir: al contrario, hay que aumentarlos para enjugar el déficit presupuestario que es otra amenaza para el franco. Claro que se puede ir arrastrando ese déficit aumentando la deuda, pero una apelación constante al crédito por parte del Tesoro supone el mantener tipos de interés elevados que gravan al presupuesto futuro y a la producción y, en general, pesan sobre el coste de la vida, impidiendo la deflación de costes que es un imperativo del momento y la única disyuntiva a la desvalorización de la moneda.

En esta situación una causa al parecer pequeña que empuje hacia fuera a los capitales flotantes - y esa causa puede estar en los peligros internacionales, en la agravación de los impuestos al capital que son de temer como consecuencia de la necesidad de equilibrar el presupuesto (lo que la influencia socialista exigirá que sea en gran parte con recursos de ese origen), la iniciación de un auge en el exterior que atraiga capitales a emplearse fructíferamente en los países en fase próspera - puede provocar el punto de deflagración que determine el derrumbamiento inevitable del franco y las demás monedas oro.

La única salida airosa que lógicamente cabe sería que el equilibrio pudiera mantenerse todavía lo suficiente para que se produjera un alza en los precios oro mundiales capaz de restablecer - en unión con las reducciones de costes que Francia pudiera conseguir mientras tanto - las paridades económicas normales. Pero el período necesario para ello es por naturaleza tan largo que será muy difícil que no sobrevengan antes acontecimientos fortuitos que precipiten un desenlace menos apetecible. Porque, además, se halla en juego la gran incógnita de lo que ha de pasar en Norteamérica por efecto de sus experiencias económico-monetarias.

Servicio de Estudios.

19 OCT. 1933

C r ó n i c a s e m a n a l .

Comentábamos en nuestra crónica precedente la situación del franco, que tiende a agravarse. Vamos a completar nuestros juicios con algunos datos numéricos. He aquí el curso de los precios en Francia y en Inglaterra, así como de sus relaciones, a partir del año 1920.

	Indices de precios		Paridad	Cambios	Relación
	Francia	Inglaterra ^a	a:b	en porcen	c:d
	a	b	c	taje.	e
			d		
1920	509,4	307,3	165,8	275,1	60,3
1921	345,0	197,2	174,9	258,7	67,6
1922	326,6	158,8	205,7	235,5	87,3
1923	418,9	158,9	263,6	317,8	82,9
1924	488,5	166,2	293,9	369,0	79,6
1925	549,8	159,1	345,6	404,0	85,5
1926	702,6	148,1	474,4	594,2	79,8
1927 (')	617,2	141,4	436,5	491,7	88,8
1927 (")	99,2	101,6	97,6	180,27	97,3
1928 (""')	100,0	100,0	100,0	99,98	100,1
1929	98,1	97,5	100,6	99,80	100,8
1930	87,9	83,5	105,3	99,91	105,4
1931	72,7	69,7	104,3	93,15	112,0
1932	68,8	67,4	93,2	72,00	129,4
1933					
I	70,2	65,4	107,3	69,29	154,9
II	70,1	64,7	108,3	70,23	154,2
III	69,6	64,0	108,8	70,38	154,6
IV	69,0	64,1	107,6	70,22	153,2
V	70,0	65,9	106,2	68,91	154,1
VI	69,4	67,4	103,0	69,30	148,6
VII	70,1	68,7	102,0	68,64	148,6
VIII	69,0	68,5	100,7	67,51	149,2
IX	68,4	68,7	99,6	-	-

Promedio de los 9 meses de 1933 152,3

El cuadro anterior hace ver cómo el franco, que se hallaba hasta 1927 en su cotización exterior, muy por debajo de la paridad económica, con un margen que oscila entre el 40 y el 10 por 100, al hacer la estabilización pierde todo margen diferencial equiparándose sensiblemente valor exterior e interior, para invertirse seguidamente la relación paridad-cambio. A partir de 1929 el cambio adquiere una mayor valoración externa que

(') En paridad legal antigua.

(") En paridad legal moderna. (El índice de precios es diferente del anterior)

(""') Estabilización legal en 25 de mayo de 1928.

la correspondiente a su paridad, con un margen diferencial que últimamente llega a más del 50 por 100 en promedio. Tal sistema, que persiste y se aumenta desde 1930 hasta la fecha, adquiriendo un ritmo acelerado, sobre todo a partir del abandono del patrón oro por los principales países, sólo era posible que subsistiera con una importante afluencia de capitales a Francia, como sucede en efecto, así cual antes el margen diferencial contrario había sido sincrónico con la huída de capitales.

Durante 1927 (en que ya el franco se estabiliza de hecho), 1928 y 1929, los precios se mantienen casi estacionarios en Francia, no obstante la baja en los precios exteriores, gracias a la notable diferencia que en el período preestabilizador se dejó entre la paridad real y la adoptada. En lo sucesivo - aun participando Francia de la tendencia bajista que afecta a los precios oro en toda la etapa de los últimos años - su índice de precios es arrastrado menos intensamente en ese movimiento, como lo indica el aumento de la paridad de la libra hasta el momento próximamente de desprenderse ésta del patrón oro; pero, desde ese momento, la acción del cambio juega más fuertemente todavía en contra del franco que antes lo hiciera su paridad más alta, según lo indican las cifras de la columna d, siempre crecientes.

No puede decirse que la entrada de capitales sea la causa del desnivel que ese índice acusa, ni a la inversa, pero son dos fenómenos concomitantes. Por eso son inútiles todas las medidas aduaneras que Francia ha adoptado contra la invasión de productos extranjeros: el desnivel de su balance comercial ha proseguido en aumento. Lo único que pudo conseguir al principio es que el desnivel de su balance de pagos se saldara en buena parte en oro, en vez de en mercancías, oro que contribuyó a mantener un nivel de precios más elevado relativamente que el del exterior, creando así un margen diferencial de precios que tendía a restringir las exportaciones y a fomentar las importaciones. La corrección de este mal, que las más duras medidas comerciales no han podido conseguir, se realiza espontáneamente a partir del cese de la afluencia de capitales. Estos dos hechos, que paradójicamente se consideran el uno perjudicial y el otro favorable, son sin embargo concomitantes. El punto más crítico

para una moneda que se halle en la situación del franco es aquél precisamente en que tal acontecimiento se produce. Porque entonces ese margen diferencial no se puede mantener y se plantea el siguiente dilema: O los precios interiores bajan hasta restablecerse aproximadamente la paridad económica que corresponde al cambio exterior, dando salida a una cantidad suficiente de oro, con lo cual la balanza comercial puede buscar la nivelación que el nuevo balance de pagos exija en lo sucesivo; o se deja depreciar exteriormente la moneda en una cantidad correspondiente a lo que habrían de bajar los precios interiores. La primera disyuntiva agrava un problema ya existente: el de la falta de rentabilidad de las empresas por mayor descenso de los precios de venta que de los de coste, que determina la agudización de la crisis industrial. En la segunda, disyuntiva, si bien por la desvalorización de la moneda los precios reales oro bajan, por pagarse en una moneda depreciada, como los otros resultan pagados también en la misma moneda y con igual desvalorización, la diferencia no se agranda y el reajuste puede verificarse con mayor facilidad. Es lo que ha sucedido en Inglaterra después del abandono del patrón oro. Las consecuencias que una cosa u otra tienen sobre el problema financiero de la Hacienda pública - que es un factor tan importante, aunque secundario, en el conjunto del problema económico -, son demasiado evidentes para que necesitemos insistir sobre ello.

Servicio de Estudios.

26 OCT. 1933

C R Ó N I C A S E M A N A L .

Los Estados Unidos - en la batalla económica para elevar los precios y, en definitiva, para lograr restaurar su economía - han decidido el empleo de una nueva arma, síntoma indudable de que reconocen la insuficiencia de las utilizadas hasta ahora. Esa nueva arma consiste en hacerse compradores de oro a un precio que establecerán arbitrariamente algo más alto que la cotización corriente en el mercado mundial, con arreglo al cambio del dólar, para ir elevandolo a medida que el dólar baje. El plan consiste, pues, en provocar el alza del oro con respecto al dólar, haciendo que la depreciación del dólar vaya tirando del precio del oro, con el motor de las compras de metal que la R.F.C. realice a expensas de sus recursos. Por lo pronto, la actividad del organismo oficial norteamericano consistirá en comprar la producción de oro americana al precio fijado; ello tendrá más un efecto interior que exterior; favorecerá al productor americano de oro, al cual se le ofrece un mercado interior seguro a un precio más elevado que el que podría obtener en el mercado exterior y sin los gastos y molestias que ello le originaría, de no ser absorbida su mercancía a un precio más favorable por la demanda interior privada. El efecto externo de la medida en el mercado general del oro será escasa, porque se limita a privar a ese mercado de una parte muy pequeña de su aprovisionamiento. La producción de los Estados Unidos no es más que el 7,5 % de la mundial, y la de toda la América del Norte es un quinto de esa producción. Pero en previsión de que tal recurso no surta suficiente efecto, la R.F.C. ha sido autorizada para realizar compras en el mercado mundial, lo cual ya puede tener consecuencias mucho más sustanciales. La compra de oro se ha de hacer naturalmente a cambio de dólares, y estos dólares no pueden proceder mas que de divisas resultantes de un excedente de la balanza norteamericana de intercambio de mercancías y servicios, o de deudas contraídas en el exterior para este fin. Dadas las perspectivas de baja que el dólar ofrece, no parece probable que se encuentra quienes quieran adquirir créditos en dólares; así que es de esperar que las compras se habrán de hacer

en definitiva por un excedente de exportación de mercancías y servicios, estimulando la de un ~~as~~ y otros y restringiendo la importación de ambos. Las dos tendencias son armónicas con el deseo del Gobierno americano de elevar los precios interiores, depreciando correspondientemente el valor exterior de su moneda.

Esto va a aumentar naturalmente - aunque de seguro no sea ese el propósito de Norteamérica - la presión sobre las demás monedas, impulsando la baja de su cotización oro. Las monedas que están desprendidas de ese patrón no tendrán mucha dificultad para seguir ese movimiento. Es más que probable que la libra obedezca a él. En las monedas que siguen unidas de hecho y de derecho al oro, el efecto será distinto en la forma. Su cotización oro se mantendrá, porque el funcionamiento del patrón oro, mientras subsista, consiste en el mantenimiento automático de esa paridad. Pero la presión sobre sus economías aumentará en el grado en que bajen los precios oro mundiales. La medida de esa presión nos la daría el grado en que la baja exterior de las monedas quede compensada **por** la elevación interna de los niveles de precios en sus mercados respectivos. Es evidente que si los precios en Norteamérica y en Inglaterra subieran tanto como se deprimen sus monedas con respecto al franco, la situación para el franco no sufriría alteración: los precios oro de las mercancías que exportasen aquellos países seguirían siendo los mismos. Mas eso no es nada probable; la depreciación exterior de libra y dólar será probablemente bastante mayor que la elevación de precios que se produzca en el interior y, consiguientemente, los valores reales oro de las mercancías y servicios exportados por los países de moneda depreciada resultarán más bajos y aumentarán el enorme desnivel que ya existe entre los precios oro en Francia y demás naciones del bloque oro, y los precios oro del mercado mundial. Hay un factor que contribuye a mantener todavía la estabilidad de ese desnivel, y es que los temores de depreciación de las monedas anglosajonas retienen en los países de moneda oro los capitales allí situados y tienden a hacer afluir otros. Pero el proceso no puede continuar indefinidamente.

Los economistas franceses han encontrado estos días un argumento singular para demostrar que las compras de oro por Norteamérica no han de perjudicar a la estabilidad del franco. Dicen: "El Gobierno americano, para pedir oro al Banco de Francia tendrá que comprar francos (créditos en francos o divisas francesas), con lo cual contribuirá a sostener el franco, en vez de tender a depreciarlo". El argumento - que vemos repetido por un economista tan discreto como F. Jenny, en su último artículo de "Le Temps" - es de una ingenuidad asombrosa, que nos da la medida de lo que la cordial defensa de una causa puede nublar el juicio. Que para sacar oro de Francia haya que adquirir francos previamente, con lo cual se sostiene su valor a la paridad del oro, es un hecho correlativo a la existencia del patrón oro. Pero lo que está en cuestión no es que el patrón oro existe en Francia, lo cual es una realidad palmaria, sino las probabilidades que tiene de subsistir en lo futuro. Y esas probabilidades son las que contribuye lógicamente a disminuir todo lo que tienda a elevar la cotización del oro con respecto a la mercancías.

Servicio de Estudios.

- 2 NOV. 1933

I

Sigue el mundo financiero suspenso de las consecuencias que pueda tener la última modalidad de la política monetaria americana. La impresión dominante es de desorientación. La situación contradice en efecto todo cuanto hasta ahora se tenía visto en este orden de cosas. La adquisición de oro por un país solía venir de un estado favorable de su situación comercial y financiera y se afirmaba como una prueba de la solidez de su moneda. También se ha podido ver la adquisición de oro (o de divisas oro), mediante un empréstito exterior, para reconstituir las reservas metálicas en vísperas de la estabilización en un país de moneda depreciada. Pero que una nación que acaba deliberadamente de dejar el patrón oro, que no parece dispuesta por ahora a restablecerlo y que tiene las mayores reservas en oro del mundo, se dedique a ir acumulando más oro, es de la más desconcertante para muchos. Y el desconcierto sube de punto, sin duda, cuando se considera que tal política no se propone robustecer el valor de su moneda sino, por el contrario, proseguir tenazmente su depreciación. El que semejante política sea insólita no quiere decir, empero, que sea ilógica. Dentro de la ideología que actualmente domina en las esferas directivas de la política económica norteamericana, ofrece bastante ilación, lo cual no quiere decir que sus resultados vayan a ser favorables, como es de temer que no lo sean, según auguramos desde un principio, los de todo el experimento con tanta audacia emprendido por el Presidente Roosevelt. Como un medio de deprimir el valor del dólar con respecto al oro, no cabe duda que tendrá la mayor eficacia. Ofrecer abundantemente una mercancía, y una mercancía, que es de suponer que no es muy apetecida (en este caso los dólares papel o dólares crédito contra los Estados Unidos) a cambio de mercancías que gozan de un precio y de una estimación creciente (el oro aquí), siempre será un modo de depreciar la primera y de sobreestimar la segunda. Y la única cuestión que puede ofrecer una duda digna de consideración es, en qué medida el resultado será depreciar el dólar papel, y

en qué medida elevar el precio del oro. Esta distinción no tendría sentido si no tuviéramos otros términos de comparación que el dólar y el oro (o lo que es lo mismo, las monedas oro), porque ambas cosas son inversamente correlativas. No podemos darle un sentido más que por la referencia a un nivel ajeno al del dólar y al del oro, como una altura o una profundidad en la tierra sólo adquirirán un sentido cuando lo referimos al nivel del mar. En nuestro caso ese nivel de referencia ha de ser el nivel de los precios generales de las cosas. ¿Hasta qué punto la baja del dólar respecto del oro va a traducirse en baja del dólar respecto del nivel general de los precios, y hasta qué punto va a constituir una nueva elevación del valor del oro con respecto al de las demás mercancías en general?

En el grado en que ocurra lo primero, la cuestión afectará principalmente a la economía interna de los Estados Unidos. En el grado en que acontezca lo segundo, el problema afectará a todos los demás países; principalmente, a los que tienen monedas oro y, secundariamente, a los que no la tienen, en cuanto mantengan la cotización de su moneda más unida a las monedas oro que a las variaciones del nivel de los precios oro mundiales.

Recuérdese que una de las causas que se han señalado como más aparentes y visibles de la crisis mundial ha sido la subida del valor del oro, que indujo a hablar, hace ya varios años, de la carestía del metal, y originó investigaciones y trabajos de la Sociedad de Naciones sobre el particular. En el prospecto de la fracasada Conferencia de Londres era una de las cuestiones fundamentales que se habían de debatir para buscarles remedio. Y he aquí que, lejos de encontrarle solución, se viene a dar en actuaciones que antes bien amenazan con agudizar el mal.

La baja de los precios los iba dejando por debajo de los costes o al menos por debajo de los tipos de remunerabilidad normal, y como esa baja proseguía indefinidamente, el reajuste no se realizaba nunca y cada vez resultaba más difícil. Si ese proceso de alza de oro, de baja de los precios, que se ha mitigado mucho en tiempos recientes, se vuelve a agudizar, es de

temer el recrudecimiento de los fenómenos críticos en las economías. Por fortuna, no son ya muchas las que, ligadas indisolublemente al oro, se ven forzadas a sufrir necesariamente esa influencia depresiva. La mayoría hubieron de abandonarlo, bajo los efectos insostenibles de esa influencia, y hoy gozan de libertad de movimientos para independizarse de ella. Pero el hecho de haber abandonado la mayoría el oro no ha impedido que éste siguiera su tendencia al alza, porque aun los países que lo abandonaban formalmente como patrón, han seguido codiciándolo y guardándolo en sus arcas, cuando no aumentado sus stocks, como lo ha hecho Inglaterra a favor de la mejora de su balanza comercial y de las entradas de capital, y como ahora intenta hacerlo Norteamérica a fortiori. Si las cosas siguen así, no tiene nada de extraño que el valor del oro siga subiendo y que, obedeciendo a las causas profundas que determinaron el abandono del patrón oro en tantos países, se vean constreñidos a dejarlo los que aun lo conservan.

II

Para juzgar en qué medida la decisión de los Estados Unidos puede aumentar la presión en este sentido, sería menester tener una idea de la magnitud que pueden alcanzar las operaciones de compra de oro y el tiempo que perdurará esa práctica, lo que seguramente nadie sabe. Dada la escasa demanda especulativa de dólares que ha de haber actualmente, es de suponer que la compra de oro ha de provocar una considerable baja del dólar, baja que, favorecerá a la balanza comercial norteamericana surgiendo de aquí una contrapartida de dólares que si no fueran absorbidos por las compras de dólares oro (ni por colocaciones de capital americano en el extranjero) empujarían el dólar hacia arriba. Por la compra de oro en cantidad suficiente ese empuje será evitado - como Inglaterra ha evitado con la compra de oro por su fondo de regulación la subida de la libra - y el dólar podrá mantenerse al tipo que las autoridades americanas elijan, con tal de que cuenten con recursos suficientes para absorber todo el excedente de dólares resultantes de su balanza de pagos y emplearlo en la compra de oro, lo cual no es difícil por cuanto cada nuevo lingote de oro que ingrese en

el sistema de la Reserva Federal promueve la creación de recursos suficientes para adquirir sumas nuevas, sin que pueda decirse técnicamente que esos nuevos recursos tengan carácter inflacionista, pues pueden ajustarse a las reglas más ortodoxas de la Ley bancaria.

El resultado es que Norteamérica aumente artificiosamente el saldo a su favor de la balanza comercial, saldando ese aumento con oro, que se traducirá en un incremento correlativo de su circulación interior activa y eficaz, porque el resultado último, es como si la nueva moneda creada se pusiera directamente en manos de los exportadores para que éstos aumenten el volumen de sus negocios y en consecuencia también el volumen de las retribuciones pagadas y de la demanda de consumo. El sistema no es otro en el fondo que el que ha utilizado la Gran Bretaña, aunque más callada y menos espectacularmente, y se ha mostrado eficaz, porque en dos años ha conseguido contener la caída de la coyuntura e iniciar un alza que parece ya sólidamente adquirida. Pero en el caso de Norteamérica se tropieza con una gran contra. Y es que, en lugar de procurar la compresión de los costes que, unida al sostenimiento o al alza de los precios, permitiera llegar al reajuste de unos y otros, con su política de los códigos industriales ha elevado el coste de la producción y ha encendido guerras industriales, cuyos efectos puede que neutralicen con exceso durante mucho tiempo el lento beneficio que ha de provenir del aumento de demanda real.

III

De todos modos, la política iniciada por América es propicia a la baja del nivel de precios en el mercado mundial por la razón elemental, que ya hemos expuesto, de que esa política ha de hacer ir lógicamente la depreciación del cambio del dólar por delante del alza de los precios interiores norteamericanos. Y la producción americana es de una magnitud suficiente para ejercer un efecto considerable en el mercado mundial, máxime si se tiene en cuenta que a ella se une toda la producción de los países del bloque esterlina, los cuales no dejarán probablemente que la cotización libra-dólar exceda de su paridad legal, aunque tengan que distanciarse más de las monedas oro.

Todas las probabilidades están, pues, de parte de que se produzca una mayor baja en los precios oro y, por consiguiente, que en los países del bloque oro prosiga el proceso deflacionario. Y aquí está el peligro verdadero para sus monedas, no en la disminución de sus reservas técnicas o en el aumento de su déficit presupuestario, los cuales son a lo sumo resultados del proceso económico general de la coyuntura. Si la caída del patrón oro sobreviene en esos países será, como ocurrió en Inglaterra y en Norteamérica, por razones económicas generales, por la agravación de la crisis interna, que lo hagan dejar a la fuerza. Los partidarios de unas y otras tesis exponen estos días buena copia de razones en pro y en contra que pueden parecer bastante fundadas a veces, pero como olvidan el verdadero nervio de la cuestión, sus alegatos carecen de valor.

Ahora bien, el efecto de los hechos que nos parece que juegan verdaderamente en el asunto no puede desenvolverse inmediatamente: su acción no puede ser fulminante. Es necesario que se desarrollen las repercusiones comerciales de esas compras que Norteamérica inicia ahora, y ello requiere algunos meses. Lo que mientras tanto ocurra, no pueden ser sino anticipaciones que haga la especulación y a las que no puede concederse valor dado el estado de desorientación que reina en los sectores financieros.

Servicio de Estudios.

- 9 NOV. 1933

El balance del Banco de Francia del día 3 de Noviembre - último conocido hasta la fecha (') - acusa una baja de 284 millones de francos en la reserva oro respecto al de la semana precedente, lo cual eleva a 1.250 millones, en cifras redondas, la pérdida de oro experimentada en un mes por dicha reserva. La influencia que en ello haya podido tener las compras de oro por cuenta de América debe ser casi nula todavía, pues apenas se habían iniciado a la sazón. El oro que ha salido ha ido destinado generalmente a Bancos europeos. Acaso una parte notable no haya salido siquiera de las fronteras, sino que haya sido atesorado ante los temores de una posible caída del franco.

La salida de oro del país puede atribuirse a dos causas:

- 1ª, A la emigración de capitales.
- 2ª, A la necesidad de cubrir el saldo deficitario de la balanza comercial y de servicios.

La magnitud relativa en que las actuales salidas de oro obedecen a una u otra causa, es cosa que sólo en un futuro lejano nos dará la estadística con dudosa aproximación, pero desde luego podemos conjeturar que en no poca medida se deben a la segunda. Es un hecho que el intercambio de mercancías y de servicios en conjunto arroja durante los últimos años un gran saldo en contra de Francia, saldo que no puede desaparecer de la noche a la mañana, en tanto subsista la actual estructuración de precios entre ese país y el extranjero. Ese saldo ha venido enjugándose hasta hace poco, en el balance de cuentas, por la afluencia de capitales al país vecino. Gracias a eso, el excedente que en el mercado de divisas resultaba contra Francia, por efecto del déficit comercial, era absorbido por el saldo favorable de la balanza financiera, y aún quedaba un excedente que, pagado en oro, le ha permitido ir aumentando sus reservas de año en año. Desde el momento en que aquella corriente de capitales se invierta, se detenga o se aminore siquiera, dejará de absorber todo el excedente de giros contra Francia, el mer-

(') La comparación de los últimos balances publicados (no se publican hasta una semana después del día de su cierre) se encontrará páginas más adelante.

cado de divisas se desequilibrará, y el resultado sería hacer bajar la cotización del franco si no existiera el libre juego del patrón oro, que dará por resultado cubrir con exportaciones de este metal el descubierto que quede por los demás conceptos.

No se produciría, naturalmente, ésta brecha que el oro tiene que taponar, si el saldo de la balanza comercial y de servicios siguiera dócilmente las fluctuaciones de la balanza de capitales. Pero esto no puede ocurrir, porque el movimiento de mercancías y servicios no está ligado directamente al de capitales, sino que ambos se relacionan a través del mercado ordinario de mercancías, de cuyos niveles relativos de precios oro (ahora mucho más elevados en Francia que en los países sin patrón oro), depende inmediatamente el intercambio comercial. Para que el saldo mercantil se modifique, es necesario que una modificación simultánea de la estructura relativa de los precios se cumpla. Esto es precisamente lo que la exportación de oro en saldo de la balanza comercial adversa tiende a realizar, merced a una contracción correspondiente en la circulación monetaria interna y eficaz. Cada retirada de oro del Banco de Francia implica una recogida equivalente de billetes y una reducción correlativa del crédito; en suma, una deflación monetaria y de los precios, que tiende a corregir el desnivel existente. En el balance del Banco de Francia a que nos venimos refiriendo, podemos ver, en efecto, que la baja de la reserva oro y la que ha habido en las divisas extranjeras no afectan al porcentaje de cobertura que sube casi en un $\frac{1}{2}$ %, de 79,11 a 79,60 (').

(') El descenso de 417 millones en la partida de divisas se debe principalmente a la transferencia a Inglaterra, el día primero de Noviembre, de uno de los plazos de 5 millones de libras del crédito de 30 concedido hace 6 meses por los Bancos ingleses al Gobierno francés y cuyos dos últimos plazos, del mismo importe habrán sido pagados el 5 y el 10 del corriente. Aquél pago ha comportado en el balance que examinamos una disminución de 391 millones de la cuenta del Tesoro.

Se observará, sin embargo, contra lo que era de prever, un aumento de más de 1.000 millones en la circulación fiduciaria, coincidiendo con la baja de la reserva. Ello es debido a ser un balance que arrastra los efectos de un fin de mes, en que siempre la circulación de billetes aumenta a expensas de las cuentas corrientes y de los créditos con garantía. Efectivamente aquéllas disminuyen en 1.667 millones y éstos aumentan en 121. En cambio, en los balances de las semanas anteriores, que son normales, la disminución del encaje oro acompaña a la baja de la circulación fiduciaria.

En conjunto, el balance que examinamos ofrece - co-

Lo amónalo de la situación nace especialmente de que el oro afluya a países que no están bajo el régimen de libre circulación oro. Si no fuera este el caso, la afluencia de oro determinaría automáticamente el aumento de la circulación y del crédito en ellos y, correlativamente, un alza de los precios que contribuiría a corregir por ambos lados el desnivel existente. Mas no sucede así. Ciertamente que las compras de oro hechas por los países de moneda depreciada se traducirán allí por un aumento de circulación papel, pero como esas compras se realizan a expensas y con objeto de causar una depreciación del cambio, el efecto del alza interior de los precios en tales países no afecta al mercado internacional, por dos razones:

1ª, Porque ese aumento es compensado en exceso por la baja del cambio,

2ª, Porque el aumento interior sólo puede sobrevenir bastante después de la caída del cambio, de modo que de momento pesa en el mercado exterior todo el efecto bajista del cambio, muy por anticipado al efecto compensador de la subida de los precios en el mercado interior de las naciones de monedas depreciadas.

Es de presumir, como repetidas veces hemos reflejado en estas crónicas, que, si el movimiento de capitales se estabiliza en la actual posición, y aún cuando no se produjera salida importante de capitales de Francia, el proceso de emigración de oro siga, y con él se acentúe la deflación de los precios, que es el fenómeno verdaderamente grave que tiene que afrontar la nación transpirenaica si quiere conservar el patrón oro.

- II -

Ha comensado a surtir sus efectos la nueva política americana del oro. La baja precipitada del dólar, que era de prever, se ha realizado. Al mismo tiempo parece que se acentúa la emigración de capitales de América ante la continua depreciación de la moneda, emigración que cuenta con la tolerancia de

mo consecuencia de la disminución del saldo del Tesoro, de la cartera comercial, que se reduce en 525 millones, y de otras bajas menos importantes - un descenso de 977 millones en los compromisos a la vista, no obstante el incremento de la circulación, lo que explica el aumento de porcentaje de la cobertura, a pesar de los 283 millones menos de oro. En los balances de las semanas siguientes se manifestará en la realidad el desinflamiento virtual de la circulación que la disminución del oro y las divisas suponen.

las autoridades, a pesar de las leyes que la prohíben. Estas leyes son incongruentes con los fines que ahora persigue la administración americana. Se explica muy bien el deseo de impedir la exportación de capital cuando el propósito es mantener el valor de la propia moneda; pero cuando se aspira a depreciarla, uno de los resortes más poderosos es precisamente fomentar esa exportación.

Probablemente la salida de capital se hace por pura especulación. La ocasión no es propicia para colocar capitales establemente en ninguna parte, dada la situación económica y política por doquier y el estado monetario del mundo con unas monedas en curso de depreciación y las demás en grave riesgo de caída. Pero cuando se espera con toda probabilidad un declive persistente del dólar, el exportar dólares y comprar monedas de países que todavía conservan el patrón oro para cambiarlas por oro y vender éste más adelante; o bien, comprar libras para emplearlas en compra de oro en el mercado de Londres, oro que se podrá revender luego por una cantidad de dólares superior a la que se empleó, constituye un agio casi seguro. Como el precio del oro en dólares se va subiendo constante y deliberadamente, aunque ahora se cambien los dólares ya con una gran depreciación, se tiene la certeza de poder readquirirlos pronto a más bajo precio, al irse desarrollando los planes de las autoridades norteamericanas.

La posición que resulta difícil es la del fondo regulador inglés, que si quiere impedir una elevación excesiva de la libra respecto al dólar tendrá que absorber una buena parte de los capitales emigrados de los Estados Unidos, además del excedente de divisas que ya se veía obligado a retener para mantener la libra al nivel deseado. El almacenar divisas extranjeras tiene dos inconvenientes: 1º, la gran cantidad de recursos necesaria; 2º, la posibilidad de pérdidas de cambio. El modo de evitar tales inconvenientes es ir utilizando esas divisas en la compra de oro. Claro que así la acción es menos eficaz, desde el punto de vista del sostenimiento de las demás monedas, por cuanto lanza de nuevo las divisas al mercado, en vez de retenerlas, pero evita el riesgo de pérdidas de cambio y permite recuperar los recursos invertidos, aunque sólo parcialmente a causa de la depreciación actual de la libra, pues el Banco de Inglaterra no puede entregar billetes a cambio de oro sino con arreglo a la paridad legal.

La mayor dificultad que tienen que afrontar los rectores de la política monetaria inglesa, sin embargo, es de otro orden. ¿Cómo y hasta qué punto ha de seguir la libra al dólar en su depreciación? Aún suponiendo que se decidiera mantener un cierto tipo de cambio entre dólar y libra ¿cómo conviene actuar? ¿habría de seguir ésta a aquél en todos sus movimientos errabundos, que en gran parte serán especulativos y transitorios, o ha de ir más bien tanteando el terreno y procurar seguir la línea de firme declive? La primera reacción parece más bien haber sido de expectativa y observación. El Canciller del Tesoro inglés ha declarado, por otra parte, que la libra no se consideraría ligada al dólar ni al franco, sino que seguiría su política propia según lo que las conveniencias del imperio aconsejen. ¿Cuál puede ser esa política? Es esta una cuestión que merece capítulo aparte y que habremos de analizar otro día.

Servicio de Estudios.

16 NOV. 1933

C r ó n i c a . s e m a n a l .

Es imposible prever cuál será el curso futuro de la libra, que constituye una incógnita de segundo grado, pues en el mejor caso depende de dos factores: de las directrices que guíen a los rectores de la política monetaria inglesa - naturalmente, desconocidas, pero conjeturables a través de su actuación en los dos años últimos -, y del curso que a su vez siga el dólar, incógnita mucho más oscura, porque tenemos menos tiempo de observación de su comportamiento fuera del régimen de patrón oro, y porque en ese corto tiempo no hemos visto practicar una política continuada a las autoridades norteamericanas, sino varias políticas sucesivas, cuando no varias simultáneas y contradictorias.

A nuestro entender la conjetura que se deriva, con mucha probabilidad de acierto, de la política hasta ahora seguida por la Gran Bretaña y de la opinión dominante en los medios financieros influyentes de aquel país, es que en el futuro procurará seguir a distancia al dólar en aquellas variaciones de cotización que marquen una tendencia sostenida y que impliquen una mejor situación del competidor norteamericano en el mercado internacional.

La política monetaria inglesa posterior a la derogación del patrón oro se ha caracterizado por las siguientes normas: 1ª, detener la baja de los precios y estabilizar el valor interior de la moneda; 2ª, comprimir los costes para ir adaptándolos a esos precios, restableciendo de este modo el margen de lucratividad de las empresas, que permitiera revivir a la actividad industrial; 3ª, sanear su hacienda, y 4ª, mantener la cotización exterior de su moneda dentro de límites favorables a su comercio exterior. En estos cuatro puntos, y mediante una labor tenaz y paciente de dos años, Inglaterra ha logrado realizar sus objetivos y, gracias a ello, ahora se marca ya allí un franco y definido movimiento de reposición, que pondrá el mayor empeño en que no se frustre por incidencias exteriores.

La gran ventaja que Inglaterra ha encontrado en el

régimen de inconvertibilidad - ventaja que naturalmente encuentran en él todos los países, en medio de los indudables inconvenientes que tiene - es que, a pesar de sus grandes relaciones comerciales con el exterior, le ha dado cierta invulnerabilidad a las influencias depresivas que durante los últimos tiempos han dominado la economía mundial y, al amparo de esa protección, ha podido entregarse con mayor libertad de movimientos a la tarea de restaurar su economía. Está muy extendida la opinión de que el restablecimiento de la economía inglesa, al mismo tiempo que a la suspensión del patrón oro, se debe en gran medida a su entrada francamente por los caminos de proteccionismo comercial, hecho que ha coincidido con el anterior a poca distancia. Creemos que ha incluido mucho más la suspensión del patrón oro que las tarifas, por las razones siguientes: El efecto de las tarifas es al mismo tiempo restringir la importación y la exportación, en tanto al menos que no haya motivos extraños a los puramente comerciales, y coincidentes con las medidas proteccionistas, que permitan, intensificando la exportación de capital, mantener una exportación estable con una importación restringida, lo cual no es posible que constituya un régimen permanente; a la larga se ha de compensar, so pena de que los capitales exportados queden perdidos, suceso poco deseable. El efecto de un daño en la moneda, al mismo tiempo que restringe la importación, favorece la exportación; dicen mucho que ello es a expensas de una pérdida, de vender en realidad más baratos los productos exportados, y comprar más caros los que se importen, es decir, de obtener una suma relativamente menor de productos extranjeros a cambio de los nacionales. Esto es cierto. Pero lo que importa a una economía, sobre todas las cosas, es recuperar su equilibrio de un modo o de otro. Hay en el intercambio una pérdida de parte de los bienes producidos, pero el perjuicio es mayor si esos bienes y otros no encuentran salida y tiene que restringirse su producción, con lo cual además de quedar perdidos también, y aun en mayor medida, se tienen los males del paro y la repercusión que el subconsumo debido a la paralización producida ejerce sobre el intercambio y la producción interiores. La depreciación exterior de la moneda es un mal indudablemente, pero en este aspecto es un mal menor y, más o menos deliberada y consciente-

mente, Inglaterra ha optado por él. Gracias a ello va a salir de un atolladero en que, con diversas alternativas, puede decirse que se halla metida desde que, terminada la guerra, comenzó a revalorizar su moneda concluyendo por elevarla a su antigua paridad con el restablecimiento del patrón oro.

La cosa ha tenido mucha más influencia en el caso de la Gran Bretaña, que tendría en cualquier otro semejante, por la gran importancia que para el imperio inglés ofrece su comercio exterior. Los Estados Unidos, con un comercio también muy importante, dependen relativamente menos de él. Para ellos lo que cuenta ante todo es su potentísimo mercado interior, verdadero cimiento de sus industrias gigantescas. Ciertamente que el mercado inglés no ofrece en su conjunto un mercado menos vasto, pero su estructura geográfica diseminada hace que tenga más importancia generalmente, para sus diferentes partes, el comercio con los países limítrofes, que el tráfico interimperial; así, la prosperidad de la Gran Bretaña y de sus colonias está más ligada globalmente a su comercio exterior que la de Norteamérica. Esto que explica ya el carácter permanente y creciente del proteccionismo yanqui y el mucho más precario y circunstancial del proteccionismo inglés, es también a nuestro juicio lo que nos suministra la razón de la divergencia entre las dos políticas monetarias, a partir de un mismo acto original: la suspensión del patrón oro; y de un mismo objetivo final: la restauración de la prosperidad perdida.

Los Estados Unidos miran más a su mercado interior como medio de reconstruir su economía; y el propósito fundamental que les guía, a través de todos los recursos y arbitrios que ensayan, es producir el alza de los precios interiores, la vuelta a los precios de la época próspera, mirando las cosas con cierta ingenuidad. A Inglaterra, lo que le interesó desde un principio fué restaurar su comercio exterior, reconquistar sus mercados por la compresión de sus precios, compresión que era demasiado violenta para que sus costos de producción pudieran adaptarse a ella, sobre todo cuando, a causa de la baja de los precios internacionales, cada vez necesitaba ser mayor. La desconexión de su moneda del oro le ofreció un medio de reali-

zar la comprensión de los precios de venta a sus clientes de fuera, sin que los precios interiores tuvieran que reducirse en igual medida, lo que le permitió llevar a cabo con éxito el reajuste de su economía productiva. Aun así ha necesitado casi dos años para empezar a sentir francamente la mejora y transcurrirá bastante tiempo, suponiendo que el proceso no se malogre, para llegar a una coyuntura verdaderamente próspera. En los Estados Unidos, por la menor importancia relativa del comercio exterior en su economía, el efecto restaurador de la caída del cambio antes bien tendrá acción más lenta; así, es dudoso que, dada la impetuosidad del carácter americano y la urgencia con que se han planteado allí los problemas económicos, la manipulación de la moneda se limite a las actuales compras de oro, sistema mucho más propicio para obrar sobre el cambio exterior que sobre los precios interiores. No habremos de tardar mucho seguramente a ver combinarse con este medio otros más eficaces para ese fin. Ignorándose todavía cuáles podrán ser los que el arbitristo del "brainstrust" sugiera, mal podemos juzgar de su eficacia ni de sus efectos.

Lo que sí nos parece indudable es que los americanos no se atenderán únicamente a la desvalorización exterior del dólar, ni se conformarán con ella, sino en cuanto se muestre como medio eficaz de la desvalorización interna que persiguen, para la cual ensayarán toda suerte de recursos, y si al fin la logran, constituirá un elemento importantísimo en la relación definitiva del dólar con las otras monedas. Creemos que a Inglaterra, dada su actual política monetaria, no le interesará seguir al dólar en aquella parte de su declive que se halle compensada por la elevación de los precios interiores, y más en particular de los de aquellos productos americanos de exportación competidores de otros de la Gran Bretaña o de sus dominios; pero que, en cuanto la pérdida en el cambio del dólar no corresponda a esa depreciación interna y comprometa seriamente sus posibilidades de exportación, no vacilará en alejar la libra más todavía, si es preciso, de su paridad oro.

Mas tampoco nos parece del todo justificado el temor de que ello enrede a los dos grandes países anglosajones en un

pugilato de devaluación monetaria, a causa de que no es un simple estímulo de competencia comercial lo que guía a una y otra nación. A Norteamérica, repetimos, lo que le importa es el alza de los precios interiores; la desvalorización exterior del dólar es sólo un medio que abandonarán en cuanto no lo encuentren bastante eficaz para ello. A Inglaterra, por su parte, no le guía más que un propósito de defensa y no llevará la devaluación de la libra, según nuestro parecer, más allá de lo que exija la estricta conservación de sus posiciones comerciales, de interés vital para ella.

Servicio de Estudios.

23 NOV. 1933

C r ó n i c a s e m a n a l .

La tarea de equilibrar el presupuesto francés resulta una de las más arduas; alrededor de ella gira hace ya muchos meses la política francesa. Todos los economistas de allende el Pirineo reconocen la necesidad de obtener ese equilibrio si se quiere conservar el patrón oro, y aun admiten que es éste el centro neurálgico de la cuestión, en lo cual limitan demasiado su pronóstico, pues hay causas más generales de inestabilidad del franco, y de las cuales las dificultades presupuestarias son tan sólo un aspecto particular.

En la época de caída del franco, de alza progresiva de los precios interiores en Francia, el coste de la vida iba aumentando constantemente, pero no existía la crisis industrial ni el paro. Había, sí, dificultades financieras, resultantes de la huída de capitales ante la constante depreciación del franco, huída que contribuyó ciertamente a aumentar más esa depreciación en su aspecto más aparente, en el cambio exterior, depreciación que se separaba bastante de la interior. Era la época en que todo resultaba barato en Francia para los extranjeros, lo que fomentó el turismo y las compras en aquel país, incrementándose así la producción y la ocupación. Naturalmente, jornales y sueldos, espontáneamente o bajo la presión de los sindicatos de empleados y obreros, fueron ajustándose al mayor coste de la vida, el cual siguió aumentando, o por lo menos sosteniéndose, hasta principios de 1931, cuando ya hacía un año que bajaba en todas partes y cuando los precios al por mayor habían descendido bastante en Francia, aunque en menor cuantía que en los restantes países de patrón oro. Luego, el coste de la vida va descendiendo en Francia, aunque menos que en los Estados Unidos y que en Inglaterra, y menos de lo que en Francia misma van bajando los precios al por mayor. Simultáneamente, los índices de la producción y del comercio disminuyen notablemente. De aquí resulta un manifiesto desequilibrio. Los que perciben una retribución fija, con un poder adquisitivo nominalmente igual al que poseían antes, disponen en realidad de una capacidad de

compra mayor, de suerte que participan en mucha mayor medida de una producción que es globalmente menor. Esto crea un desequilibrio que se manifiesta en el menor rendimiento de todas las empresas y que se manifiesta igualmente en un déficit de los presupuestos públicos, ya que el Estado y las Corporaciones públicas pueden considerarse, desde este punto de vista, como vastas empresas. Un aumento de tributación en una fase francamente depresiva resulta ineficaz, porque todavía exagera el desequilibrio y acelera el ritmo de paralización de las industrias, resultando en definitiva un menor ingreso total, aunque no obstante más gravoso, por cuanto recae sobre un volumen menor de producción y de transacciones. El restablecimiento del equilibrio exige una reducción proporcionada de todas las remuneraciones, para que sea posible dominar la crisis, único remedio verdadero para la enfermedad fiscal. Pero la reducción nominal de los sueldos y salarios encuentra una oposición irreductible, a que la gran influencia política de las agrupaciones de funcionarios y empleados dan una gran fuerza. De este modo los Ministros de Hacienda franceses se encuentran ante un problema insoluble y que se agrava con el tiempo.

La solución racional del problema sería que el valor de la moneda bajara hasta ajustar la cuantía real de las retribuciones a límites posibles, pero esto no es factible en tanto la moneda se halle colgada del clavo del oro, que en vez de descender tiende a elevarse, elevando con él el valor real del franco. Por esto creemos que la solución de desconectarlo del oro se impondrá al fin por la fuerza incontrastable de las cosas, no obstante la justificada repugnancia de los franceses a realizar esta operación dolorosa. Porque esta solución no sólo ofrece un desenlace equivalente, esquivando o flanqueando el obstáculo que supone el afrontar de plano la cuestión por medio de la reducción directa de las retribuciones, sino que tiene económicamente evidentes ventajas; una de ellas es que afecta por igual y de una vez a todas las retribuciones fijas que son a las que la revaluación real del franco ha favorecido relativamente en detrimento de las aleatorias. Pero hay otra menos visible, pero sin duda más importante. El amputar las remunera-

ciones fijas, dentro del íntimo enlace que liga las partes todas de una economía, constituye un proceso recurrente en el sentido de que, si bien esa baja tiende a realizar un reajuste necesario, por otra parte disminuye la capacidad adquisitiva y de ahorro de un gran sector de los consumidores. La reducción en el número de unidades monetarias percibidas implica que consuman menos y que ahorren menos. Lo primero se refleja en disminuciones de demanda, que acentúa la depresión; lo segundo, en restricción del mercado financiero, que se ve menos asistido de recursos, de modo que, aun cuando los apuros del fisco y de las empresas disminuyan, también hallan menos caudal donde abrevarse. De este modo, todo proceso de deflación tiende a girar dentro de un círculo cerrado de que es difícil salir, mayormente si las influencias exteriores son adversas, como lo son ahora en Francia, pues dada la situación relativa de precios, lo único que se puede pronosticar racionalmente es que nuestro país vecino está ahora en la mitad del camino de baja de precios que han tenido que recorrer los demás y que al fin no han podido soportar.

A esta influencia nefasta de la deflación hay que agregar otra no menos perniciosa para el desenvolvimiento normal de la economía, y es la creciente carga que representan las deudas y en lo cual la Hacienda pública es una de las economías particulares más afectadas. Se dice que ya el franco hubo de sufrir una enorme amputación de $4/5$ de su valor hace poco más de 5 años. Esto no cuenta en el problema actual. Aquella amputación fué la consecuencia **fatal** de pasados acontecimientos y, en cuanto puede considerarse que fué excesiva para las exigencias del momento, ha servido para dar a Francia la relativa holgura económica y financiera de que ha disfrutado durante los años subsiguientes, en la general depresión. Pero aquella depreciación ya quedó hace tiempo liquidada, vinculada dentro del conjunto de los factores de la economía general del país. En la relatividad que caracteriza los fenómenos económicos - mayor sin duda que la de otros cualesquiera - lo que importa ahora no es la relación entre el valor actual del franco y el de hace 10 o 20 años, sino la revalorización que con respecto a los productos

reales del esfuerzo humano está experimentando desde hace algún tiempo, posteriormente a ser estabilizado a su nuevo tipo. Esta es la áspera cuesta que tiene que remontar, y que está erizada de dificultades. No se atenúan éstas por el hecho de que antes bajara la pendiente que ahora ha de volver a subir en parte, bajo la tracción que sobre él ejerce el alza incesante que el valor del oro está acusando en el mundo.

Servicio de Estudios.

30 NOV. 1933

.....

La situación económica de Norteamérica sigue siendo la incógnita que se cierne sobre el futuro inmediato del mundo. En tanto esta incógnita no se despeje, es imposible conjeturar con alguna certidumbre si puede contarse con una consolidación de los lentos avances que en general están realizando los países de Europa, o si una nueva caída, provocada por el desarrollo de los acontecimientos en los Estados Unidos—cuya influencia cíclica suele ser tan grande sobre el resto del mundo—vendrá a interrumpir el proceso de reconstitución que claramente se dibuja en la mayoría de los países.

Unas declaraciones del embajador americano en Londres, que transcribimos en síntesis más adelante, tratan de establecer una analogía entre la política monetaria inglesa y la norteamericana. Aunque su alcance ha sido atenuado después—en el sentido de que no hay en Norteamérica un verdadero fondo de regulación de cambios, sino que se trata únicamente de la política de compras de oro inaugurada hace poco por el Presidente Roosevelt—, queda la asimilación que ha querido establecer y que es bien poco justificada. Claro que, si los Estados Unidos piensan realmente adquirir oro en cantidades importantes, necesitarán disponer, en una u otra forma, de un fondo de consideración, pero la semejanza se reduce a este aspecto puramente formal. A partir de aquí tan sólo se advierten diferencias. Inglaterra ha utilizado su fondo de regulación, no para producir una baja de su moneda, sino para mantener el nivel espontáneamente alcanzado por la libra después de su desconexión del oro, impidiendo sus súbitas reacciones, y otras veces cediendo divisas y oro acumulado en los momentos de excesiva flojedad del cambio. A causa de la favorable posición financiera inglesa, ello se ha traducido en resumen en el aumento de unos 57 millones de libras en sus stocks de oro bancario y en la acumulación de una cantidad de divisas que el carácter secreto de las operaciones del Fondo regulador nos impide conocer. La táctica norteamericana

es muy otra: concretándonos al último aspecto de su política monetaria—las compras de oro—su proceder, acertado o equivocado, se ha revelado por la tendencia manifiesta a producir una baja rápida de su cambio, lejos de procurar mantener tipo alguno estable. Por cierto que esa baja ha tendido a producirse mediante lo que se suele mal llamar influencias psicológicas, es decir, más que por compras de oro, por el efecto que ha ejercido en el mercado el anuncio de que se iban a hacer esas compras a un precio creciente. Lo que determinó ese anuncio fué que los especuladores que poseían dólares papel o divisas los vendieran comprando oro u otras divisas, con lo cual se ha provocado la baja del dólar sin que el gobierno americano haya actuado apenas en el mercado. El pretendido efecto psicológico no tiene de psicológico ni más ni menos que todos los demás fenómenos económicos; el efecto se ha producido por actos reales de compra y venta, actos especulativos es cierto, pero tan efectivos como cualesquiera otros; sólo que, en vez de comprar el gobierno americano oro o divisas extranjeras vendiendo dólares, han sido los especuladores quienes lo han hecho esperando realizar un beneficio. Propiamente hablando, una variación de precio de este tipo debe llamarse de carácter especulativo. Su distintivo peculiar es que sus efectos no perduran si los factores básicos no se alteran. Comprando oro, el Estado americano hubiese conseguido absorber permanentemente para este fin el exceso en el mercado de divisas a favor de América resultante de su balanza de pagos favorable que tiende a elevar la cotización del dólar. No comprándolas, pero anunciando que las va a comprar y con prima creciente, la absorción se ha hecho provisionalmente por la especulación privada; pero como el saldo favorable de la balanza subsiste y el aumento del daño para el dólar tiende a exagerarlo, si el anuncio no se realiza, la especulación privada agota sus medios y su confianza en que se lleve a cabo, y el valor del dólar se restablece al tipo requerido por los resultados de su intercambio exterior de mercancías, servicios y capitales.

Esto es lo que ha ocurrido últimamente: la especulación, cansada de esperar la realización de las compras de oro en gran escala, o excedida por la avalancha de divisas a favor

de América, ha dejado de ser eficiente y, a pesar de la baja de la cotización oficial del dólar en oro, éste se repone marcando una divergencia entre las cotizaciones oficiales del oro en dólares y las reales. La táctica de amenazar y no dar resulta ya inoperante, y si América quiere a toda costa seguir deprimiendo el valor exterior del dólar, tendrá que comprar oro o divisas extranjeras sobre el mercado, primero éstas, para ir convirtiéndolas luego en metal amarillo. Haya o no constituido un fondo importante para este fin, es evidente que necesitará formarlo si quiere seguir forzando a la baja la cotización del dólar. Para hacer efectivo el precio del oro que fija en dólares de día en día a un tipo más elevado, es menester que se halle dispuesta a adquirir, al precio que fije, todo el oro que se le ofrezca. Cualquier otra táctica no puede tener más que efectos pasajeros, siendo así que el valor que se trata de dar al dólar está fuera de toda relación natural de equilibrio con las demás monedas, en el momento presente.

La táctica seguida hasta ahora por el Presidente Roosevelt obedece sin duda en gran parte al sincero deseo de evitar que Francia, ante salidas masivas de oro, se vea obligada a abandonar su patrón monetario, y al de no entorpecer demasiado la acción del fondo regulador inglés, que se dificultaría bastante si América intensifica su acción interventora real en el mercado de divisas comprando libras. Pero esas tácticas ambiguas son ineficaces en un sentido o en otro, cuando no en ambos. Quien quiere una cosa ha de querer también sus consecuencias lógicas e inevitables.

Servicio de Estudios.

- 7 DIC. 1933

C r ó n i c a s e m a n a l .

Rumores cuyo grado de certidumbre es imposible comprobar, aseguran un cambio próximo en la política monetaria de Norteamérica. No creemos que ese cambio, caso de realizarse, tenga por ahora un carácter trascendental. Y, sin embargo, esa rectificación se impondrá al fin. La concepción económica en que se basa la actual política de los Estados Unidos nace de una visión que, sin ser del todo inexacta, es acaso peor que inexacta, es somera y parcial. Mira un aspecto superficial del problema, mas no lo cala en su profundidad, ni lo considera en toda su extensión. De aquí, que en un movimiento general de recuperación del mundo que va incluyendo a casi todos los países, sea el norteamericano el que ofrece perspectivas más inciertas.

La concepción que actualmente inspira a los dirigentes de la política monetaria americana ha sabido advertir bien que el proceso de alza que el valor de las monedas ha venido siguiendo en el quinquenio 1926-31 ha sido, si no el causante fundamental de la crisis, sí un factor principal en su agudización y un obstáculo insuperable para salir de la honda depresión presente. Pero de ahí a creer que bastaba retornar, de cualquier modo que fuera, a los precios de 1926 por ejemplo, para ver curados por ensalmo los males económicos, media una serie de postulados que, lejos de ser obvios, son evidentemente falsos.

El haber conservado estable el nivel de precios de 1926 o de cualquier otra época, es indudable que hubiera logrado evitar muchos de los males que a partir de esa época ha sufrido la economía de todos los países. Nosotros, los españoles, hemos disfrutado hasta cierto punto de esa ventaja, contra el deseo de muchas gentes que imprudentemente hubiesen querido vernos embarcados en el proceso general que ha perturbado la economía del mundo; y habríamos gozado en mayor medida de semejante ventaja sin ciertos desdichados intentos intervencionistas que han neutralizado en algunos momentos las acciones naturales que tendían, aun contra nuestra voluntad, a protegernos

contra el efecto de aquellas perturbaciones.

Pero el principio de Mecánica según el cual la variación sufrida por un sistema depende tan sólo del estado inicial y del estado final, independiente del camino por el que se haya pasado de uno a otro, no es válido en Economía. Reproducir ahora artificiosamente el nivel de precios de 1926 no quiere decir que lleguemos al mismo resultado que si desde 1926 ese nivel no hubiese variado. Y no es lo mismo, porque el proceso de baja de precios ha traído injusticias e inadaptaciones que el proceso inverso no corrige; por el contrario, tiende a causar nuevas injusticias e inadaptaciones que, aunque sean de signo contrario a las anteriores, no las compensan, sino que las aumentan, como una cantidad de signo negativo, al restarse de otra positiva, la incrementa en vez de rebajarla. La vida económica es un fluir constante; no puede esperar largo tiempo a que cambie la marcha de las cosas; los contratos y relaciones crematísticas se entrecruzan de continuo, teniendo en cuenta la realidad presente y no la pasada. Los deudores y acreedores de hoy no son los mismos de ayer, los títulos de las deudas pretéritas han cambiado de manos, consolidando sus pérdidas o ganancias, nuevos créditos vienen a sumarse a los antiguos, la economía se ha ido adaptando más o menos a nuevas circunstancias y, cuando el proceso inverso sobreviene natural o artificialmente al cabo de cierto tiempo, la adaptación a un nuevo equilibrio se ha realizado en una buena extensión; y es entonces vano que reproduzcamos los precios de la época pasada, porque aunque éstos lleguen a ser los mismos, no lo son los jornales, ni los intereses, ni las rentas, ni los medios de producir, ni el estado de los espíritus, ni los rendimientos ni los costes en conjunto; y la economía resulta tan desarticulada como ya lo estaba, si no más. Poco importa que los precios sean los mismos de hace n años, cuando la situación era más próspera, si no son iguales todos los demás factores.

El error simplista de los que pretenden dirigir la economía es el olvidar que la economía no es un edificio formado por masas invariables cuyas condiciones de equilibrio se pueden calcular de antemano; es antes bien una máquina en fun-

... cionamiento constante, cuyo equilibrio dinámico sólo puede mantenerse mediante regulaciones automáticas, pues las deliberadas vendrían demasiado tarde para evitar el daño de las variaciones imprevisibles de las múltiples fuerzas que en su funcionamiento influyen, y que dependen de factores tan varios y complejos—como son todos los que de la vida misma nacen—, que no hay cerebro humano ni sindicato cerebral alguno que pueda prever ni menos calcular anticipadamente.

Servicio de Estudios.

14 DIC. 1933

Aunque no tiene el horizonte completamente despejado, parece que esta vez lleva mejor camino la obra de comenzar a poner en orden la Hacienda francesa. El proyecto que ahora discute el Senado francés y que ya aprobaron los diputados no supone, ni aun en el papel, el equilibrio completo del presupuesto, pero reduce a mil millones de francos el déficit previsto. Claro que el resultado real que los nuevos impuestos y economías den durante el desarrollo del ejercicio económico va a depender principalmente de la marcha de la economía general francesa. Si se iniciara en la vecina República durante el año próximo un franco auge de los negocios, es muy posible que los resultados excedieran a las previsiones y el Erario viera equilibradas sus entradas y salidas. De prolongarse o agravarse la depresión actual, el problema se renovará con mayor gravedad en el presupuesto próximo, y del esfuerzo actual no quedará sino la favorable impresión que siempre causa un buen propósito. Como es lógico y no debe echarse nunca en olvido, lo esencial es el problema económico, del cual el financiero es un apéndice francamente subordinado, aunque la manera de resolverse éste no deje de tener siempre alguna repercusión sobre la marcha de la economía general.

Dando por supuesto que las previsiones de los hacendistas franceses se realicen del modo más favorable ¿cual será su resultado para el desarrollo futuro de la economía francesa? He aquí una cuestión que se suele apreciar muy diversamente y que es del mayor interés para el economista contestarse con exactitud, porque de esa **exactitud** depende el que pueda valorar con justeza la eficacia del esfuerzo que ahora realizan los políticos franceses.

El estudio de los datos objetivos que permiten parangonar la situación económica de Francia en relación con la del resto del mundo en el momento presente, nos indica la necesidad por parte de este país de realizar una fuerte deflación para poner sus precios en relación con los del mercado internacional, asegurando así el equilibrio de su economía, dentro del marco de la economía general del mundo. Como hemos expuesto algunas veces, ésta es una

condición necesaria de la conservación del patrón oro: si esa deflación no se realiza espontáneamente por la contracción de los precios interiores, el natural mecanismo del patrón oro lo **provocaría** mediante una hemorragia constante de las reservas que, contrayendo la circulación, determinase el decaimiento de la demanda interior de mercancías, el crecimiento de los stocks, y al final, fatalmente, la caída de los precios. Probablemente en tal caso sobrevendría pronto la suspensión del patrón oro, como ha ocurrido en los demás grandes países.

Para evitar esto no hay más que una disyuntiva: que mediante una política interior adecuada se anticipe la deflación por causas internas a la que el normal funcionamiento del patrón oro habría de producir en caso contrario desde fuera. Pero, desgraciadamente, dentro de una economía libre, no hay más camino para esto que producir un desequilibrio entre la oferta y la demanda haciendo que esta disminuya con respecto de aquélla. Merced a ello parte de los artículos que salen al mercado no pueden ser vendidos y, cuando los stocks se acumulan exageradamente, llega fatalmente un instante en que los precios caen y hay que liquidar la producción, lo cual deja sin ingresos a muchos consumidores y comporta nuevas disminuciones de demanda y nuevas bajas de precios. Y así sin otro término que el llegar al necesario equilibrio. Ahora bien, esto supone, como se comprende desde luego, la prosecución y la agravación de la crisis en términos que pueden llegar a ser insostenibles, porque el camino por recorrer es largo.

Técnicamente habría otra solución, y es que los precios descendieran, no por la acción deprimente del mercado, sino bajo el efecto de una reducción previa de los costes, que permitiera bajar los precios sin que el volumen de la producción sufriera. Pero esta solución no es más que teórica, porque la empresa de rebajar los elementos del coste industrial por la reducción de las retribuciones que de él nacen plantearía una **lucha social** y política que no ofrece grandes probabilidades de éxito en un país de la estructura estatal del francés.

En este cuadro de posibilidades ¿qué papel desempeña el equilibrio presupuestario? Desde luego es un importante elemento deflacionista, porque si la Tesorería tuviese que suplir constan-

temente, por medio de apelaciones al mercado, un notable déficit, pronto la situación se haría insostenible en el mercado financiero, pues a la tensión que en él produce la salida de oro y la contracción congruente de la circulación, agravada por las demandas de la industria para financiar las acumulaciones de stocks, se sumaría el drenaje constante de las emisiones públicas, que, elevando los tipos de capitalización a un nivel insufrible, acarrearían fulminantemente la crisis financiera y comercial.

El equilibrio presupuestario posibilita que la deflación se haga, aunque no evita naturalmente los crueles sacrificios que supone. Por una parte, lejos de reducir los costes, los aumenta, pues los nuevos tributos vienen a gravitar, directa o indirectamente, sobre la producción; y por otra, se reduce la capacidad de demanda de un sector de los consumidores, por las economías hechas en sueldos y otros gastos públicos, lo cual tiende a debilitar simultáneamente las ventas y, por ende, los precios. Pero éstos son los males inherentes a todo proceso de deflación, de que los últimos tiempos nos han proporcionado experiencias bien demostrativas.

Servicio de Estudios

21 DIC. 1933

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

La última semana nos ha traído otra novedad en la política monetaria yankee. A las compras de oro - que hasta ahora no han revestido la importancia suficiente, en el mercado mundial, para hacer efectivo el precio del oro señalado por los Estados Unidos - sucede un decreto por el cual se ratifica el acuerdo de Londres (acuerdo que, como se sabe, obliga a la gran nación Norteamericana a no vender plata durante un período de cuatro años, de 1934 a 1937 inclusives, y en unión de los otros grandes productores, a absorber un total de 35 millones de onzas de plata fina cada año). Dispone además el decreto dado por el Presidente Roosevelt la adquisición por el Estado de la producción futura del país a razón de 64,5 cents. la onza, precio superior casi en un 50 % al precio corriente actual y que representa, no obstante, la mitad del precio que sería necesario para que el dólar plata se acuñase a su paridad legal. La Ley previene - de acuerdo con una ley anterior de la cámara norteamericana - que la mitad de la plata entregada a las Autoridades sea acuñada y entregada en pago a sus aportadores, mientras la otra mitad quedará de propiedad del Tesoro a título de derecho de acuñación.

Los efectos de esta nueva política pueden ser muy variados y no podrían ser analizados en una de estas escuetas impresiones semanales. Por otra parte, en tanto no se conozcan los desarrollos sucesivos del plan o las miras que le guían, hemos de apoyarnos un poco sobre hipótesis. También es elemento muy importante saber si los demás países que tomaron parte en la Conferencia de Londres se hallan dispuestos a ratificar el acuerdo y cooperar decididamente en la política revalorizadora, de lo que el Presidente Roosevelt parece tener algunas seguridades.

El efecto sobre el mercado de la plata ha sido desde luego muy estimulante, pero a estas reacciones especulativas inmediatas no se puede conceder un gran valor. Se apoyan en la impresionabilidad del mercado que descuenta un poco a ciegas

los efectos de la disposición, y más que sobre los términos de la disposición misma, se especula sobre supuestas miras hacia un desarrollo posterior de la política de revalorización de la plata.

Por lo pronto, no afectando la ley más que a la plata nuevamente producida, el resultado inmediato es crear dos mercados de plata: el de la plata futura, a la que el Estado asegura un precio fijo en dólares (no en oro, naturalmente) muy superior al corriente, y el de los stocks actuales y la producción de los demás países, que seguirán siendo comprados en parte, para las necesidades usuales del mercado, al precio corriente. Claro que sobre este precio ejercerá alguna reacción la decisión de los Estados Unidos, pero la magnitud y persistencia de esa reacción dependerá principalmente de lo que los demás países productores y poseedores de plata hagan.

El consumo de los Estados Unidos para fines no monetarios se estima en unos 25 millones de onzas anuales - consumo que podrá variar naturalmente por efecto de una variación del precio - pero que en sus dimensiones actuales viene a equilibrarse con la producción del año pasado (24.762.000 onzas). Mas : hay que tener en cuenta que esta producción es muy elástica según el precio de la plata y, sobre todo, según la actividad de las industrias metalúrgicas que benefician la plata como un subproducto. En 1931 fué en los Estados Unidos mismos de 31 $\frac{1}{2}$ millones de onzas, de 50 millones en 1930, y de 60 millones en 1929. Parece que inmediatamente se van a poner en actividad muchas minas que se hallaban paralizadas, y que la producción aumentará en consecuencia.

Lo que es de temer es que, bajo este estímulo, aumente la producción de metales tales como el cinc, plomo y cobre, cuya producción está muy enlazada a la de la plata, y si entre tanto no sobreviene una reanimación de la demanda y el consumo de estos metales, se agrave el problema de su superproducción y de su cotización mercantil.

Esto dependerá ante todo de que se produzca un alza

general que se espera provocar, o al menos coadyuvar a ella, por medio de la política monetaria, de la cual es una pieza la revalorización de la plata que ahora se intenta llevar a cabo, quizás con la mira de volver a un bimetalismo formal. Pero estas son cuestiones que merecen más detenida consideración.

Servicio de Estudios

28 DIC. 1933

...que se ...
...de la ...
...de la ...
...de la ...
...de la ...

...de ...

28 DIC 1933



