

71

# Revista

de

# Ciencias Económicas

PUBLICACION DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS  
CENTRO DE ESTUDIANTES Y COLEGIO  
DE GRADUADOS

---

La Dirección no se responsabiliza de las afirmaciones, los juicios y las doctrinas que aparezcan en esta Revista, en trabajos suscritos por sus redactores o colaboradores.

DIRECTORES

**Dr. Alfredo L. Palacios**  
Por la Facultad

**Ernesto Malaccorto**  
Por el Centro de Estudiantes

**Edmundo G. Gagneux**  
Por el Centro de Estudiantes

REDACTORES

**Dr. Enrique Jullo Ferrarazzo**  
**Jacobo Wainer**  
Por la Facultad

**Máximo J. Alemann**  
Por el Centro de Estudiantes

**José Rodríguez Tarditi**  
Por el Centro de Estudiantes

---

**Año XVI**

**Junio 1927**

**Serie II N° 71**

---

DIRECCION Y ADMINISTRACION  
CALLE CHARCAS, 1835  
BUENOS AIRES

## El balance de pagos y el comercio de cambios en un régimen de moneda depreciada

El automatismo del equilibrio, que es la característica de los cambios entre países de moneda sana (monetariamente abiertos) ha originado conceptos no bien definidos aún entre los economistas de valía, lo cual les induce a dar poca importancia a la "balanza comercial", o sea, a aquella parte de la ecuación de los cambios internacionales constituida por las importaciones y exportaciones visibles.

Que en el país A esta balanza comercial se equilibre, significa que tanto para él, como para los países que con él contratan, el medio más económico para pagar las importaciones de mercaderías es la exportación de mercaderías. Si la balanza resulta desfavorable para el país A, se nota que ha intervenido un hecho por el cual, en A, se considera que conviene pagar la diferencia, no ya con mercaderías, sino con servicios, con ahorros o con moneda. Analizaremos este cambio de conveniencia económica. Si A es, por ejemplo, un gran exportador de frutas y repentinos fríos malogran la cosecha, se hace imposible saldar las importaciones de los artículos obtenidos en el exterior, con naranjas, limones, etc., y la conveniencia de pagar exportando oro, es el fruto de una pérdida. Si el precio del dinero, en vez, ha aumentado en B más que en A, sus exportaciones de oro son el resultado siempre de una conveniencia, pero con caracteres y efectos muy diversos a los del caso precedente. Si en el exterior el precio del ahorro a corto plazo supera al pagado en A, los exportadores de frutas enviarán ahorro, valiéndose por ejemplo, de sus créditos sobre el exterior para que vuelvan investidos en anticipos, o directamente en títulos. Puede también suceder que se desequilibren los cambios debido a que el cambio de B sobre C se altera, mientras que en un primer momento el de A con B y con C se mantiene a la par. Entonces los exportadores de A harán adquisiciones en el país B con sus créditos sobre C; esto provocará un desajuste en la balanza comercial en primer término, en el sentido que A se convierte en deudor de B, luego porque la posición se invierte. Además dado el hecho de que A puede conseguir un doble bene-

ficio con la venta de sus frutas en C, lo induce a aumentar su exportación de frutas aún disminuyendo el precio, especialmente si la demanda de sus productos en C es elástica: y lo hará hasta que lo que gana en B supere el menor precio obtenido en C.

Balanza comercial, mercado de capitales a corto plazo, mercado de los cambios, son tres elementos estrechamente coordinados sobre la base del principio de los costos comparados. Si en C la tasa del descuento disminuye mientras la tasa del interés permanece momentáneamente estable y a un mismo nivel que en A, a *paridad de cambio*, sucederá que A girará letras sobre C, donde se descuentan a una tasa menor, para invertir el dinero realizado en operaciones a corto plazo. En tal forma, el equilibrio entre descuento e interés se restablece.

Si por un brusco y violento desajuste continuo en la balanza comercial de A con C, el cambio se eleva notablemente, en el primer país, y con tal intensidad que no puede llegarse a una situación inmediata de equilibrio con apertura de créditos que los banqueros de C, hagan a los de A, en este último país la tasa del interés sobre los préstamos sufrirá una pequeña elevación, capaz de atraer el ahorro que sobra en C. El aumento del interés sobre los préstamos temporarios actúa energicamente, más aun si la libre concurrencia opera sin obstáculos, sobre los comerciantes al por mayor, los cuales disminuyen sus "stocks" de mercaderías importadas así como de las de producción interna, induciéndolos a aumentar las ventas. Todo esto provoca un descenso en los precios internos y una disminución de las importaciones, facilitando el reajuste de la balanza comercial.

La industria sufre una alteración; una parte de las fuerzas que anteriormente se empleaban en la elaboración de productos de consumo interno, tiende ahora a aplicarse (como consecuencia de la disminución general de los precios) en la fabricación de artículos de exportación. Por lo tanto, cuando llega el momento de comenzar a pagar las deudas contraídas en el exterior, la balanza comercial está en condiciones de cumplir su función, con el aumento de las exportaciones y la disminución de las importaciones.

2.—Esta nueva distribución de las fuerzas productivas del país A se acelera bajo la acción de otro fenómeno concomitante con los precedentes: la diferencia entre la tasa del interés sobre las inversiones a corto y a largo plazo. Al aumento en el primer tipo de interés no sigue, en el caso que examinamos, un aumento proporcional en el segundo tipo, aun cuando el mercado toma en cuenta esta diferencia, capitalizándola y disminuyendo, proporcionalmente, el valor de los títulos de bolsa. Es ésta la operación que tiende a restablecer el equilibrio en el mercado de las inversiones, dado que a igualdad de rendimientos, un valor capital más bajo significa la adopción de una tasa de capitalización más alta.

Mientras que, para las industrias que producen para el mercado interno, el consumo disminuye durante un período relativamente largo, aquellas que trabajan para la exportación se preparan, por las razones arriba indicadas, a producir y vender más. Y como el precio de las acciones se mide también sobre el lucro futuro esperado, aquellas que pertenecen al segundo grupo atraen nuevos capitales, o sea, hacen aumentar la oferta comparativa del ahorro dispuesto a invertirse en capitales a largo plazo. Y este movimiento continúa hasta que en A se ha restablecido el equilibrio en el balance de pagos, con una nueva distribución que se ha verificado entre la exportación y la importación, una nueva relación de cambio, una nueva tasa de descuento y de interés, por la última de las cuales el descuento resulta, en comparación, igual a la tasa de interés de los préstamos a corto plazo, y éste, siempre comparativamente, igual al interés sobre las inversiones a largo plazo.

3.—La balanza comercial tiene, entonces, una importancia de primer orden para un país, *una vez que los costos comparados se han equilibrado*. Cada alteración en los mismos, provoca una alteración en la proporción de las fuerzas productivas del país, en su distribución, en la masa de ahorro invertida en el interior, respecto a la invertida en el exterior, en el costo del capital circulante respecto al fijo, en el movimiento de la bolsa. *Alteraciones que conviene prevenir mediante una diversa distribución de todos estos factores en el tiempo*; porque la importación o la exportación de ahorro para ajustar el balance de pagos y que da lugar al reordenamiento interno y externo más arriba enunciado, para establecer un equilibrio internacional en el cual ahora deben abarcarse los intereses y amortizaciones de los ahorros invertidos, no es sino una proyección en el tiempo de un desequilibrio actual que, si debiera corregirse inmediatamente, mediante las fuerzas de un solo país, daría lugar a crisis inútiles, destructoras de riquezas.

Muchos escritores han atribuído escasa importancia a estos fenómenos destructores, por dos motivos: 1o.), porque están obsesionados, sobre todo, por la preocupación de combatir las doctrinas mercantilistas. Pero este problema se aparta por completo del que aquí consideramos. Para combatir el mercantilismo, es más concluyente esta consideración: que la protección nunca ha mejorado la balanza comercial y aun menos ha contribuído a hacerla más estable; 2o.), porque en un régimen de moneda sana y con librecambio de oro, se manifiestan, también, fuertes oscilaciones en la balanza comercial con pequeñas oscilaciones en los cambios, no pudiendo éstos salir de los límites, muy restringidos, de los "gold points". Pero de cuanto se ha dicho, se deduce que las alteraciones son muy intensas en la parte menos visible del balance de pagos y que, además, leves alteraciones obran muy eficazmente, porque producen efectos acumulativos.

En mercados abiertos a la libre concurrencia, el aumento de 1-2 o/o, en la tasa del interés que se verifique en uno de ellos, para préstamos a corto plazo, basta para provocar una baja en todos los precios, un recargo en los costos de producción, alterando las ganancias, y, por lo tanto, los valores capitales, una disminución en el movimiento comercial, etc. Análogamente, una ligera disminución en el interés basta para dar lugar a toda una serie de fenómenos opuestos. Y si se tiene presente que el volumen de las transacciones alcanza cada año a centenares de miles de millones, resulta evidente que esas alteraciones, que en particular parecen ínfimas, tengan consecuencias muy apreciables.

4.—*Países financiadores y países financiados.* Esta verdad es todavía más evidente cuando consideramos la posición de inferioridad, respecto al restablecimiento de un equilibrio económico turbado, entre los países que son grandes prestamistas de ahorro y los que no tienen una posición de independencia como centros financieros.

Los primeros pueden exportar ahorros para las operaciones comunes de crédito a corto plazo, relacionadas con los movimientos del balance de pagos, o si no, para inversiones a largo plazo en los países nuevos, o en los empobrecidos, por ejemplo, por guerras; o también como uno de los medios para hacerse reembolsar grandes empréstitos concedidos a Estados deudores, adquiriendo propiedades de estos últimos.

Entre la primera y segunda forma de inversiones, la diferencia es notoria bajo más de un aspecto: bajo el aspecto técnico, por la forma en que se efectúa la financiación; bajo el aspecto de la diversa índole de los capitales que participan en tales operaciones; bajo el aspecto de las consecuencias.

Las operaciones del primer tipo constituyen uno de los medios para restablecer rápidamente entre los mercados mundiales el equilibrio de los precios, de las remuneraciones de los servicios, de los cambios, de los intereses de las operaciones a corto plazo. Ofrecen gran ventaja a los países que las realizan. Concentran el mercado de los capitales en pocas plazas internacionales que disponen en cualquier momento de grandes medios, y que financiando una proporción apreciable de los negocios mundiales dan vida a un comercio de cambios, de reexportación de mercaderías, de afluencia de medios de comunicación, especialmente marítimos, y dan razón de ser a numerosas categorías de personas especializadas, que de otro modo no existirían.

Pero (y esta observación ha sido hecha tanto por Stamp, como por el profesor Hawtrey), generalmente no puede decirse "a priori" que esta exportación de capitales resulte útil para el complejo bienestar de la colectividad del Estado exportador. La grande y creciente concentración de ahorro hace que en estos países baje cada vez más la tasa del rendimiento de los capitales preexistentes. Por otra parte, la gran posibilidad de efectuar elevadas inversiones en el exterior

provoca en el país prestamista un desequilibrio entre el crecimiento de los capitales y el de la población. Pero si, en cambio, el ahorro se exporta hacia países nuevos y ricos en tierras y en posibilidades comerciales, entonces es muy probable que la emigración de capitales resulte en beneficio general de las clases económicas del país exportador. Ordinariamente tales negocios se realizan por intermedio de unos pocos grandes bancos, de acuerdo con sus más fuertes clientes particulares, poseedores de grandes ahorros, entre los cuales se encuentran importantes firmas industriales. Entonces, la exportación de ahorro se hace en gran parte mediante aperturas de créditos para grandes obras públicas a efectuarse en los países nuevos, o empobrecidos: puertos, calles, ferrocarriles, lagos artificiales, usinas, explotación de minas, mejoras. Y la maquinaria necesaria a estos grandes trabajos es suministrada por las industrias del país exportador de ahorros; los directores de los trabajos, los obreros especializados, etc., pertenecen, en parte, al mismo país. Las sociedades que se constituyen en el Estado deudor para el abastecimiento de agua, para la construcción de puertos, de ferrocarriles, para la producción de la energía hidroeléctrica, etc., tienen por "promotores" personas del país prestamista, por lo común, los representantes de los bancos y de las casas industriales que ejecutan las obras. Estos últimos obtienen de las sociedades así fundadas utilidades iniciales apreciables; una vez encaminadas las nuevas empresas y cuando comienzan a dar dividendos ordinarios, se desprenden de las acciones y con el capital así recuperado, inician otras actividades.

Es fácil formarse una idea de las ventajas que el Estado financiador obtiene en todas las clases de su población con operaciones de esta naturaleza. Son también utilidades acumulativas, en el sentido que, poco a poco, extiende en todo el mundo una red tal de relaciones y servicios de información, que, en último análisis, se convierte en un casi monopolista de las empresas más importantes de tal género.

Su potencia y la extensión de sus negocios lo ponen en condiciones de extirpar en germen cualquier concurrencia amenazadora que surja: de tal manera que también el ahorro de países pobres afluye hacia los grandes centros de inversión, facilitando así, a estos últimos, los medios para mantener un poder y autoridad siempre creciente. Y una tan vasta disponibilidad de medios da a dichos centros una autoridad considerable en materia de cambios, ya sea por la prontitud o facilidad de los arbitrajes, o sea porque su símbolo nacional de pago se convierte en una especie de moneda tipo en el comercio mundial.

La guerra, en fin, ha puesto en evidencia la última y gran ventaja de los países acreedores: la de hacer frente a una parte apreciable de los gastos bélicos extraordinarios sin que se afectara la propia moneda, con solo vender, en parte, **o** en su totalidad, los grandes créditos representados por las

inversiones en el exterior. Esto merecería toda una serie de consideraciones aparte, porque se trata de una operación de no fácil realización y que exige el estudio de la situación de los países deudores y de los neutrales, los cuales se convierten durante una guerra en las bases de la moneda sana y por lo tanto en los centros de la concentración de capitales.

En cambio, un país que no goce de la posición de financiador, se encuentra desprovisto, bajo todos los aspectos, de las ventajas más arriba señaladas y tiene una elasticidad de crédito muy inferior, en cualquier circunstancia.

5.—*Reacción sobre la política monetaria y de los cambios.* — En períodos normales de moneda sana, también la política del crédito de los bancos influye con eficacia muy distinta en ambos tipos de países.

En el primer tipo, los bancos financian completamente o en su casi totalidad el comercio nacional de importación y de exportación mediante letras giradas sobre sí mismos o sobre casas financieras. Si se trata de importaciones, el importador se procura un crédito sobre la misma banca, gira un cheque contra ella, que remite al exportador, el cual lo descuenta en su país. Si se trata de exportaciones, es el importador extranjero que se hace abrir un crédito a su favor en una casa o banco del país de exportación y gira sobre ella una letra que es descontada al exportador. Se consigue así, que todo el comercio (el interno, el de importación y el de exportación) dependa del crédito bancario del Estado financiador. En tal caso *la política del descuento actúa inmediata y totalmente sobre toda la actividad comercial y por consecuencia sobre la industria del país*; de ahí que la institución de emisión se considere dueña del crédito y de la reserva de oro, que puede dilatar o restringir a su voluntad. En tales países puede funcionar plenamente la circulación de oro y pueden ser mercados completamente abiertos en lo que respecta a este meta<sup>1</sup>.

Si, en cambio, se trata de una nación cuyo comercio internacional está financiado considerablemente, o por lo menos en modo apreciable, por el exterior, *la política restrictiva del crédito actúa de inmediato sólo en aquella parte del comercio que trabaja para el interior con productos fabricados en el país*. No es sino más tarde y más lentamente que en el comercio de importación y de exportación repercute esta política, y sólo entonces la restricción del crédito tiene la eficacia necesaria para estimular las exportaciones y restringir las importaciones. Se podría observar que las exportaciones, dando lugar a letras en moneda extranjera que se descuentan en el país, sufren de inmediato los efectos del aumento en la tasa del descuento. Pero, en primer lugar, en tal caso puede convenir al exportador hacerse pagar con una remesa del importador extranjero, o mandar la letra a descontar en el exterior. En segundo lugar, el aumento en la tasa del descuento atrae nuevos ahorros del país financiador, mo-

dificando el balance. Si entonces en el Estado financiador la situación de la circulación y del crédito se ha transformado en crítica, puede suceder que una parte apreciable de su oro emigre antes que las restricciones bancarias hayan producido su efecto. De ahí que éste se vea obligado a mantener una reserva de oro mayor, o si no a tener una reserva apreciable en cambios u otros títulos extranjeros fácilmente reembolsables, basándose así en un "gold exchange standard", el cual puede funcionar con excelentes resultados únicamente en tiempos normales y en condiciones particulares.

6.—*Los préstamos al extranjero y el balance de pagos.*—La emisión de un gran empréstito para el exterior constituye una operación compleja para el balance de pagos. Si el monto de la emisión no supera el de las disponibilidades de ahorro líquido existente en el país, aquélla se cubre sin turbar el equilibrio monetario; pero aun en este caso queda por considerar la forma en que se hacen pasar los fondos del país financiador al financiado.

Los bancos del primer país autorizan a los del segundo a girar sobre ellos hasta cubrir el crédito. Entonces las instituciones de crédito del país financiado disponen de estos fondos para pagar las importaciones de mercaderías que los comerciantes, sus clientes, hacen del exterior, utilizando los fondos que éstos les depositan para proporcionar el capital circulante necesario para el pago de los salarios y otros gastos que se hacen en el interior en las nuevas obras públicas. Cuando estas últimas comienzan a dar beneficios, crean disponibilidades que sirven para reembolsar gradualmente la deuda externa. En tal forma toda la operación puede desarrollarse sin provocar reacciones sobre los cambios.

Si, por el contrario, el monto de la emisión del empréstito supera al del ahorro disponible en el mercado del país prestamista, pueden adoptarse dos caminos: se restringe el consumo interno en forma de aumentar convenientemente las disponibilidades, o bien los bancos amplían el crédito. El primer recurso se traduce en hechos, no renovando gradualmente y a medida que vencen, los créditos en el interior, haciendo uso de las sumas que quedan así disponibles para pasarlas al crédito del país prestatario. Los comerciantes del país en el cual se restringe el crédito, se ven obligados a aumentar sus ventas: los precios disminuyen, las exportaciones aumentan y probablemente encuentran más fácil colocación en el mismo país prestatario, donde el desarrollo de las actividades productivas provocadas por el empréstito pone mayores medios adquisitivos a disposición de los consumidores.

Con el segundo recurso, o sea, acudiendo a la ampliación del crédito, el fenómeno se complica. La emisión del nuevo empréstito, acompañada de facilidades bancarias para la suscripción, estimula el mercado de valores. Por otra parte, en los balances bancarios la relación entre reservas y obligaciones disminuye, mientras que los mayores medios de pagos

elevan los precios de las mercaderías debilitando las exportaciones. Todas las fuerzas entonces convergen a hacer más pesado el balance de pagos y a apresurar el momento en que el "gold point", superado, haga aconsejable un alza en la tasa del descuento, o una exportación de metales.

7.—¿Cómo obra sobre los títulos tal alza del descuento?

—No parece que pueda ejercer directamente una influencia importante. Los títulos representan una inversión a largo plazo, la cual depende de la confianza de los poseedores de ahorros y del desarrollo de las empresas que los han emitido. Pero el hecho de que se haya elevado el precio del uso del dinero, obra directamente en varias formas. Ante todo, muchos poseedores de acciones y de obligaciones pueden necesitar medios efectivos de pago que obtienen mediante anticipos sobre títulos, o dándolos en garantía. Esto incidirá sobre sus réditos, pero no basta para hacerles preferir las inversiones a corto plazo sobre las de largo plazo. Es diversa, en cambio, la situación de los especuladores. Quien posee los títulos con dinero tomado en préstamo, pierde, poco a poco, la conveniencia de conservarlos, a menos que espere un ulterior aumento en el valor de los mismos; de allí que las perspectivas de alza vayan disminuyendo, que el valor de los títulos descienda, o sea que la tasa de capitalización requerida para adquirirlos aumente, sin que la tasa del interés se haya equilibrado con la del descuento. Resultan así más solicitados por los poseedores extranjeros de ahorro, lo que constituye un ulterior aliciente a su importación. Al mismo tiempo, en el interior, el alza del descuento obra, como siempre, induciendo a los comerciantes a vender sus "stocks" de mercaderías rebajando los precios y a los industriales a retirar los depósitos de los bancos para utilizarlos directamente. El balance bancario se modifica en el sentido que el volumen de sus compromisos internos disminuye de valor dejando, en tal forma, disponibles para la subscripción del empréstito externo, los medios creados por la ampliación del crédito. Se reducen sus compromisos internos y aumentan, en cambio, los internacionales.

Como se ve, siguiendo este camino, el movimiento es más lento e indirecto; mientras el alza del descuento repercute inmediatamente sobre los precios de las mercaderías y sobre los depósitos, actúa sólo después de cierto tiempo sobre el mercado de las inversiones a largo plazo. Por eso, para ajustar el equilibrio, el penoso y costoso recurso del descuento debe seguir aplicándose con perjuicio notorio para la economía nacional, aun durante mucho tiempo después de haber obrado con todos sus efectos sobre el mercado de las inversiones a breve plazo y sobre el de las mercaderías. Se ha verificado así, una verdadera inmovilización, cuyo costo está en función de la duración del remedio.

8.—*Los saldos bancarios internacionales.* — Afortunadamente, la hipótesis que arriba he bosquejado, tiene un valor más teórico que práctico. Los bancos encuentran un valiosísimo instrumento de la estabilidad en aquella especie de contrapeso constituido por “los saldos” entre las instituciones del crédito internacional. Una parte más o menos apreciable de la actividad bancaria, hoy especialmente, está constituida por la negociación en moneda de títulos extranjeros, y las operaciones de arbitraje continúan a equilibrar cuantitativa y cualitativamente, esta expresión. Naturalmente, como los fondos empleados en esta actividad escapan a otras operaciones (anticipos, préstamos, etc.), la experiencia indica, a cada banco, el monto de tales inversiones y las oscilaciones que deben sufrir con el variar de los otros renglones. A su vez, el mismo banco goza siempre de disponibilidades abiertas por sus corresponsales exteriores, en las diversas plazas extranjeras con quienes opera; y las operaciones de cambio extienden y restringen incesantemente estas partidas recíprocas.

Cuando se trata de aquellas monedas que, por su estabilidad y reputación, se han convertido en moneda de cuenta de los cambios internacionales, la inversión en valores correspondientes constituye siempre una de las formas preferidas de inversión de capitales de las instituciones de crédito mundiales, porque ello equivale a una inversión en oro y, además, asegura, en el intervalo, una renta. De ahí que la continua demanda de dichos valores transforme los mercados poseedores de moneda sana en centro de flujo y reflujo del ahorro mundial. Mientras la amplitud del movimiento obra en el sentido de mantener las oscilaciones de tales valores en los límites más cercanos al “gold point”, los bancos que la poseen mueven los saldos no bien el cambio ofrece la más leve ganancia y los mantienen en el caso opuesto. Entonces, el mercado central, que emite la moneda-tipo, se encuentra en las mejores condiciones para atraerse el ahorro mundial al costo mínimo, no bien lo necesite, transformándose en el punto de financiación de las grandes operaciones financieras, al cual encuentran igualmente ventajoso acudir los países deudores y acreedores. La transmisión de los ahorros en los centros deudores, para ser transformados en capitales, se efectúa con la mínima oscilación de cambio. En cualquier momento, la libra esterlina y el dólar son monedas-tipos para las inversiones de capitales, para la financiación de operaciones comerciales en cualquier parte del mundo, para los saldos abiertos como reserva contra los riesgos del cambio. La cantidad de libras y dólares que cada día se mueven por simples partidas contables, entre débitos y créditos producidos por causas múltiples, es tan vasta y se compensa recíprocamente con tanta facilidad, que ni aun la emisión de un empréstito considerable llega a influir en forma sensible sobre el cambio de tales valores y sobre el interés de los mercados de Londres

y Nueva York. Y esto, como se ve, trae importantes beneficios tanto al mercado financiador, como al financiado.

9.—*El control sobre los cambios en moneda depreciada.*  
— La existencia del vínculo que une los cambios, el comercio internacional y los movimientos de capitales, ha sido claramente demostrada con los últimos acontecimientos relacionados con la lira.

Después de nueve meses de estabilización alrededor de 120-121 con la libra, hoy nos encontramos en la situación a la cual habíamos llegado en julio de 1925; es decir, con un descenso en el valor de la lira y una deserción de ahorro del mercado de valores, los cuales se mantienen obstinadamente deprimidos, mientras que, a primera vista, parecería debiera verificarse todo lo contrario. El análisis de este fenómeno es interesante. Nótese, en efecto, que la alteración de julio de 1925 provenía de los dos decretos de De Stefani, los cuales dificultaban las operaciones sobre los valores; la de mayo último, en cambio, es consecuencia de las disposiciones tomadas por el honorable Volpi sobre el mercado de los cambios. Causas aparentemente muy diversas han producido idénticos efectos. Para comprender bien la situación que se viene creando en Italia, desde agosto de 1925 — época en la cual el Tesoro tomó en sus manos el mercado de los cambios — hasta mayo de este año, es necesario recordar dos hechos: 1o.), los medios con los cuales, comúnmente, se restablece el equilibrio en el balance de pagos; 2o.), que en un régimen de moneda depreciada, ésta tiene dos mercados no muy comunicantes entre sí: el interno (poder adquisitivo expresado en mercaderías) y el internacional (cambio), y que, entre estos dos mercados, el desnivel (1) puede durar indefinidamente o, por lo menos, durante un período largo de tiempo.

Ahora, en épocas normales, cuando la balanza comercial desfavorable transforma, temporariamente, en pesado el cambio a cargo de un país, los bancos de éste se hacen abrir créditos por aquellos del Estado o país que tiene una balanza comercial favorable, y giran letras financieras que, puestas a disposición de los deudores, equilibran la oferta de cambio con la demanda. Si el movimiento dura algunos meses, un alza en la tasa del interés para los préstamos a corto plazo en el país deudor, incita a los bancos acreedores a dejar la contrapartida de los valores más apreciados a disposición de los bancos deudores; o sea, se facilita el equilibrio de las mercaderías y de los servicios con un movimiento de capitales.

Quando a la libre exportación de oro se sustituye un "gold exchange standard", el restablecimiento del equilibrio puede ser más difícil, o imposible, según que se verifiquen, más o menos, las condiciones para el equilibrio alrededor de los puntos de ese "standard". Si el balance de pagos conti-

(1) Ver mi libro "Il ritorno all'oro", págs. 43-47. (Milano, Società Ed. Corbaccio, 1926).

núa marcadamente desfavorable para uno de los dos países, o si, tratándose de Estados de distinto tipo monetario metálico, el precio de uno de los metales, en el mercado industrial, varía profundamente con respecto al del otro metal, todos los costos comparados se alteran y, entonces, se abandona el "gold exchange standard", o bien se cambia la relación en proporción a la variación en el valor de un metal expresado en términos del otro o, en fin, uno de los dos metales pierde la libertad de mercado (libre acuñación y libre pasaje del metal del mercado monetario al industrial, o vice versa), lo que, entonces, equivale a decir que los dos países adoptan una moneda única y la otra sirve sólo como subsidiaria, produciéndose una relativa transformación en las relaciones de todos los costos comparados.

Por último, en un régimen de moneda depreciada, ninguna institución de crédito está en condiciones de afrontar el riesgo que implica el cambio a uno o más meses de plazo. Por lo tanto, cada alteración en los precios originada por malas cosechas, crisis industriales, crisis de crédito, modificaciones aduaneras, falta de capitales, etc., que rarifique la oferta de valores muy demandados, no puede afrontarse sino vendiendo la moneda del país en el cual se ha verificado la alteración, mediante su oferta en el mercado internacional. Interviene, entonces, el capital de especulación, el cual hace frente al riesgo de tomar, temporariamente, la moneda depreciada a un precio dado, que se calcula basándose en la situación actual y en las perspectivas del país deudor.

Carece de significado la frase que se lee tantas veces, que la moneda del país X se cotiza al precio  $x$ , mientras que su valor intrínseco es de  $x + c$ . Como para cualquier mercancía, el "justo" precio está determinado por el mercado internacional en un régimen de libre concurrencia, y si tal precio oscila constantemente alrededor de  $x$ , el error es de quien juzga diversamente. Quien pensare en distinta forma no tendría más que hacer la contrapartida a los vendedores y, si tienen razón, realiza un magnífico negocio.

No interesa, una vez efectuada, que la compra de moneda extranjera al precio del mercado, para ponerla a disposición de los tenedores de la moneda depreciada, haya sido realizada por los bancos intermediarios o por el Tesoro del Estado cuyo balance de pagos permanece desde tiempos atrás en desequilibrio. Contrayendo una deuda en dólares, libras, en francos suizos, etc., para colocarlas en el mercado y frenar así el recrudecimiento del propio cambio, *el Tesoro vende tales monedas en descubierto*, no sabiendo a qué precio las recuperará, cuando deba restituírlas a los prestamistas. Podemos desde ya decir que, operando así, el Tesoro se esfuerza en cantener un cambio ficticio a expensas del país, realizándose, al mismo tiempo (como pronto veremos), una nueva y arbitraria distribución de riquezas.

10.—Esto pone en evidencia la importancia, aun mayor, que el balance comercial tiene en un régimen de moneda depreciada y los efectos de la estabilización artificial.

Cuando la especulación compra moneda del país A, artificialmente sostenida hasta ese momento, al precio determinado por el mercado, basándose en la cantidad de la oferta, en la calidad y en la apreciación que se hace de su porvenir, se produce en el país A un descenso de los precios expresados en oro o, en otros términos, los precios en papel aumentan más lentamente que la desvalorización monetaria. Aumenta, entonces la exportación de mercaderías. *Pero, mientras este hecho, en un régimen de moneda sana, restablecería rápidamente el equilibrio, no lo restablece ya si opera por sí solo, en el caso que contemplamos.* Porque si bien es cierto que se exporta mayor cantidad de mercaderías, sus precios, en moneda sana, son más bajos y la relación internacional de cambio no se modifica. Por el contrario, crecen en valor las importaciones en el país A, pero no en cantidad, a causa del cambio. No puede decirse, a pesar de todo, que esto haga decrecer, sin más las importaciones. Esta consecuencia no se verifica para los artículos alimenticios y para muchas materias primas. En lo que se refiere a los productos manufacturados, si bien es cierto que en el país A, las clases a renta fija ahora consumen menos, las otras (industriales y especuladoras) ganan más y están, entonces, en condiciones de gastar más. Si el movimiento es muy violento, la exportación, al crecer más rápidamente que la importación, puede, momentáneamente, crear créditos en moneda sana y mejorar el cambio; pero, en definitiva, es difícil que se vuelva al nivel precedente, porque la nueva producción se ha adaptado a los nuevos costos, consecuencia de la depreciación monetaria.

En régimen de moneda depreciada, la producción interna, la importación y la exportación, están en función de la desigualdad que media entre el valor interno y el externo de la moneda; por lo tanto, cada oscilación en los cambios internacionales, no pone en movimiento las fuerzas de estabilización, porque la modificación en el valor de cambio de la moneda aleja, en lugar de acortar, la diferencia entre aquél y el valor adquisitivo interno de la misma moneda. Y como el equilibrio es inestable, en tal forma que se aleja siempre más del punto precedente, sucede que, cuando las fuerzas que tienden a un nuevo acercamiento, se ponen en movimiento, se encuentran ya con una situación completamente modificada.

Véase, por ejemplo, lo que se ha verificado en Italia, entre mayo y junio pasado. La estadística de la Cámara de Comercio de Milán da estas cifras instructivas:

	Números índices de los precios	
	EN PAPEL	EN ORO
1a. semana de mayo . . . . .	635,8	132,3
2a. semana de junio . . . . .	648,4	123,0
3a. semana de junio . . . . .	654,7	122,0

El aumento de los precios en papel ha sido de 3 o/o; la disminución de éstos, en oro, de 6 o/o. Los precios internos han crecido en proporción mucho menor a la desvalorización de la lira, en términos de su poder adquisitivo en el exterior, o sea la razón de cambio internacional se ha alterado en perjuicio de Italia. Es necesario, entonces, un aumento en la exportación de mercaderías, para adquirir la misma cantidad de mercaderías extranjeras que antes. Tenemos así una nueva demostración de la imposibilidad de regular la balanza comercial en un régimen de moneda inestable; el nuevo equilibrio que llevará a una nueva razón de cambio distinta de la anterior.

11.—*Las intervenciones del Tesoro.* — He dicho antes que cuando el balance de pagos, en un régimen de moneda depreciada resulta negativo, no puede pagarse sino vendiendo la moneda en el mercado internacional, importando poco que dicha venta sea hecha por medios ofrecidos por los bancos o por el Tesoro. Examinaremos, atentamente la política de este último, porque sus efectos son muy diversos, según sea ella.

El Tesoro puede proponerse dos fines: mantener firme el poder adquisitivo interno de la moneda o mantener firme el cambio. Si es preferible uno u otro medio y si adoptándose uno puede prescindirse del otro, es una  *vexata questio*  que no consideramos.

En la práctica, el camino escogido por el actual Ministro de Finanzas fué el segundo y parece que continúa siendo el preferido. Vetando el libre mercado de los cambios y teniendo en manos todos los resortes (como dijo el Ministro en el Parlamento), ha reducido en el 50 o/o las operaciones de especulación y ha podido, durante casi 10 meses, de agosto de 1925 a abril de 1926, mantener el valor de la lira en el mercado internacional, entre 120-121 con relación a la libra.

Antes de estudiar las condiciones necesarias para el buen éxito de un programa de esta naturaleza, conviene anticipar que la experiencia ha demostrado la imposibilidad técnica de monopolizar, en forma absoluta, el mercado de los cambios. Los múltiples medios por los cuales, a pesar de los rigurosos vínculos gubernativos, los alemanes lograron siempre exportar capitales con facilidad, son particularmente instructivos.

Uno de estos medios, eliminado en Italia sólo con las nuevas reglamentaciones del 12 de junio, era el siguiente: un italiano se hacía abrir una cuenta corriente, en liras, pongamos por ejemplo, en una sucursal, en Italia, de un banco inglés o americano, encargándole le transfiriera el monto de su cuenta corriente a Londres o Nueva York. Después, hacía convertir allí las liras en moneda extranjera.

El otro medio es aquel, muy común, de la doble factura. El exportador italiano se entiende con su corresponsal extranjero para que una exportación, pongamos por caso, de sedas, por un millón de libras, figure en los documentos por 500.000. Nuestro exportador gira la letra por esta última

suma y la descuento en el banco italiano, el cual la remite al Tesoro. Por las 500.000 libras restantes, el corresponsal extranjero abre un crédito a favor del italiano, en un banco inglés. Nuestro importador adopta el mismo sistema, al revés. En cuanto a los exportadores italianos, establecen representaciones en el exterior, agencias, etc., o, si se trata de sociedades de navegación, de seguros, etc., la posibilidad de exportar capitales, es evidente. Es fácil, igualmente, hacer figurar deudas ficticias en el exterior. Y, en fin, es imposible (y sería evidentemente necio pretenderlo), evitar que títulos italianos se vendan en las bolsas extranjeras, donde se cotizan, dejando depositado allí el importe; o, si no, vetar los créditos en liras.

Examinemos, ahora, el efecto de la estabilización artificial de la lira, alrededor de la relación de 120 con la libra. Esta estabilización significa que, ya sean deudores o acreedores los saldos del balance de pagos, el Tesoro se empeña en dar siempre libras (u otras monedas por su precio en libras) por el valor fijo de 120 y que procura no pagar por las libras que recibe, más de esa suma.

Como primera consecuencia tenemos que los precios internos se deben establecer respecto a los externos, en forma tal, que la relación entre el poder adquisitivo interno de la lira y el interno de la libra sea igual, o se mantenga a una distancia constante de la relación de cambio entre las dos monedas; lo que implica implantar una política interna del crédito tal, que el índice general de los precios se mueva sólo proporcionalmente con el índice general internacional. Pero este índice general es la medida ponderada de tres medias: la de las mercaderías producidas y consumidas en el interior, la de los artículos fabricados especialmente para la exportación y la de los productos importados.

Si luego, por ejemplo, las importaciones crecen, creando una demanda de cambios mayor de la que los exportadores, por medio del Tesoro, pueden ofrecer, éste puede seguir dos caminos: hacerse abrir un crédito por bancos extranjeros, o restringir el crédito interno, hasta que los precios italianos hayan llegado a un nivel tal que permitan aumentar las exportaciones y corregir la balanza. Pero téngase presente que esta restricción del crédito no puede ser soportada con igual facilidad por todas las industrias; las marginales están destinadas a desaparecer, o sea, con este método, se apresura la crisis purificadora del ambiente, perturbado por la inflación bélica y post-bélica.

Idéntico es el efecto, si aumenta el precio del oro en el mercado internacional. En este caso, son los precios, en general, los que disminuyen en el mercado mundial y, en un primer momento, disminuyen las exportaciones, mientras las importaciones no parecen querer indicar un descenso, desde que el importador italiano sabe que no pagará el oro contenido en un libra más de 120 liras. Por consiguiente, en este

caso, la política interna del crédito debe ser rigurosa, aun más que en la hipótesis precedente, porque no se trata ya de un fenómeno temporario, sino de un fenómeno permanente, que ha alterado la relación de cambio y, por ello solo, pueden oponerse obstáculos influyendo en sentido inverso con las relaciones del poder adquisitivo de las monedas.

Hay otra observación aun más importante. Si, a paridad de precios, la libra tiende, en un primer momento a aumentar, en períodos normales de libertad de cambio, el industrial italiano tiene interés en exportar más mercaderías, porque aunque no lucre sobre ellas, gana al hacerse descontar, en Italia, su letra en libras. Pero si el Tesoro mantiene firme el cambio en una cifra invariable, es claro que esta exportación no tiene ya razón de ser y, cesando ésta, disminuye la oferta de libras en Italia, perjudicándose los exportadores e importadores. Esto imposibilita todo funcionamiento del balance de pagos. Cuando el mercado de los cambios es libre, a cada tensión de ellos, o sea a cada baja de la lira, en términos de cambio, conviene exportar para comprar libras y, en tal forma, se restablece el equilibrio. Con el sistema del cambio estabilizado, el único medio para mantener la situación es la depresión o el aumento de los precios internos, mediante la restricción o la extensión del crédito.

De lo cual se deduce cómo, obrando en forma monopolística sobre el mercado de los cambios, el Ministro de Finanzas se halla obligado a obrar automáticamente del mismo modo sobre el mercado interno de los precios.

12.—*El costo de esta política.* — Es bueno darse una idea del sacrificio que significa, para el país, este sistema, antes de examinar el error fundamental en que descansa.

Hoy, dada la masa todavía enorme de monedas depreciadas en el mundo y las rápidas alteraciones a que están sujetas con repercusión sobre los precios, todo el comercio al por mayor debe, para cubrirse, operar también con cambios a términos largos. Esta es la esencia misma del mercado internacional actual. Si dado un cambio de la lira con la libra a 125, las exportaciones italianas de mercaderías aumentan, puede explicarse este hecho diciendo que los precios en Inglaterra son superiores a los de Italia o, si no, observando que la libra tiene, en ese momento, un poder adquisitivo, en Italia, mayor que en Inglaterra y que, entonces, conviene a Italia importar libras y que a Inglaterra le conviene vendérselas. Puede suceder que un comerciante italiano observe que, en Francia, se buscan libras aumentando su precio y, entonces, exporta mercaderías a Inglaterra, aun cuando el precio que obtenga sea igual al precio que pueda obtener en Italia, porque su ganancia la obtiene prestando las libras (o sus letras en libras) a los operadores franceses. Si la letra girada sobre Inglaterra, por venta de tejidos de seda es, por ejemplo, a tres meses, el exportador tiene muy en cuenta el uso que pueda hacer de esta letra, en libras, durante los 90 días; y si éste es

muy ventajoso, logra rebajar el precio de venta de sus tejidos y vencer así una concurrencia y producir más, lo que reduce ulteriormente su costo.

La situación es idéntica para el importador italiano. Si, por ejemplo, prevé que dentro de tres meses tendrá necesidad de comprar, a los Estados Unidos, grandes partidas de cereales o de algodón bruto, o de cobre, etc., ya que la demanda de dólares será grande, se cubre comprando a tiempo, a medida que la ocasión se presenta, francos suizos, florines holandeses, libras y, si es posible, también dólares, vendiendo, en cambio, liras u otras monedas.

Llegado el momento oportuno, no ocurrirá, así, una brusca conversión de liras en dólares, porque la operación se ha repartido en el tiempo y sobre muchas monedas, con oportunas operaciones de arbitraje. Y, por ende, este sistema, al disminuir el riesgo de las oscilaciones en los cambios, reduce el costo de importación de los cereales, tejidos, metales, etc., en beneficio general.

Si la libra se cotiza hoy a 135 y para fines de mes a 132, significa que ésta tiene premio sobre la lira, porque habiendo gran demanda de libras en Italia y siendo éstas escasas en el mercado, se compran al cambio de 135, mientras que, a fin de mes, el vendedor de libras, cuando las vuelve a comprar, no las pagará más de 132. Lo mismo sucede en el mercado de mercaderías, porque el operador italiano, en una situación de tal género, comprará una partida de lanas de 10.000 libras, en Londres, sólo si puede contratarla y revenderla contemporáneamente; mientras que hará la operación opuesta sólo si la situación del cambio está invertida, o sea si, existiendo una fuerte demanda de liras, la libra, cotizada hoy a 132, a fines de mes será readquirida, por los especuladores extranjeros, a 135.

De las consideraciones que preceden, se ve cuán estrecha y continua es la relación entre importación y exportación de mercaderías e importaciones y exportaciones de cambios al contado y a término. Nosotros podemos, por ejemplo, traducir el primer caso, ya sea diciendo que la situación de los cambios se ha alterado porque se ha efectuado una importación de lanas, o bien diciendo que se ha convenido importar inmediatamente lana, porque la situación de los cambios era la descripta más arriba.

Es necesario, además, como decíamos, tener en cuenta, asimismo, el mercado del ahorro a corto plazo. En efecto, si en el primer caso, la tasa de interés para los préstamos a corto plazo, es más elevada en Italia que en Londres, es muy probable que el comerciante inglés, el cual ha tomado en préstamo las liras, las deje en depósito, en un banco italiano, para gozar momentáneamente de esta ventaja. Y el banco se sirve de este depósito para préstamos en las bolsas, anticipos sobre títulos, o para adquisición de títulos con el fin de revenderlos en momento oportuno. Es necesario tener en cuenta que, en Italia,

pocas veces los poseedores particulares de ahorro intervienen directamente en la bolsa; son los bancos, a los cuales confían sus ahorros, que compran o venden títulos, por cuenta de los clientes. Por consiguiente, si el extranjero tiene liras en Italia, los bancos disponen de abundantes recursos para comprar los títulos en los períodos de depresión y venderlos, luego, a sus propios clientes; en esa forma impiden caídas rápidas de los valores en el mercado.

Lo que, por otra parte, es útil para las sociedades comerciales, por cuanto una baja exagerada de las acciones equivale a una tasa de capitalización muy alta; de ahí que tendrían que pagar un interés demasiado elevado por el capital que necesitaran, lo que constituiría un aumento en el costo de producción.

Se ve, entonces, que si el mercado de los cambios se obstaculiza prohibiendo a nuestros bancos abrir o facilitar, en cualquier forma, créditos en liras a clientes extranjeros deseosos de aprovechar un alza en la tasa del interés o del descuento en Italia, derivanse dos consecuencias: 1), falta la contrapartida de mejor mercado para nuestros importadores que deben cubrirse, por sus contratos a término, los cuales resultan imposibles o muy costosos; 2), la tasa del interés permanece más elevada en Italia que en el exterior, con un aumento en el costo de producción, que pesa sobre nuestras industrias y nuestro comercio.

Concretando: los mercados internacionales actúan unos sobre otros, por tres canales intercomunicantes, que son: el de la importación y exportación de las mercaderías y de los servicios, el del dinero y el del capital a corto y largo plazo. Si una cualquiera de estas tres arterias se cierra, o se cierra parcialmente, no tendremos sino dos soluciones: o disminuye proporcionalmente el flujo de los otros dos o se provoca una arterioesclerosis.

Para seguir todos estos movimientos, que los arbitrajes multiplican y que suman millares, saldándose después, en gran parte, entre los bancos de todos los países, mediante simples compensaciones, es evidentemente necesario: 1) que el exportador pueda disponer, por sí solo, de sus créditos en el exterior y vender en la moneda que más le convenga; 2), que el importador pueda comprar a término todas las monedas que crea oportuno; 3), que los bancos estén autorizados a importar y exportar capitales, a efectuar envíos inmediatos o a término de valores, a abrir créditos para importaciones y exportaciones de toda mercadería, incluso los cambios. Obstaculizar todo esto equivale a crear una razón de inferioridad para el comercio nacional, en el terreno de la competencia internacional, y hacer más onerosos los negocios y, por lo tanto, aumentar el costo total de producción para la Nación, o sea la suma de sacrificios que concurren a producir las mercaderías indispensables para comprar otras en el exterior.

Concentrando todas las monedas disponibles y el comercio de éstas, el Tesoro sustituye la apreciación de los importadores, exportadores y banqueros particulares, sobre las oportunidades del comercio nacional, por la propia apreciación. Por otra parte, no es razonable ilusionarse con el éxito de estos medios drásticos y costosos que sustituyen, por una apreciación propia de la moneda, la que se va formando día a día, en el mercado internacional. Si éste último constata que el balance de pagos de un cierto país resulta contrario al mismo, de manera que, en un momento dado, deberá demandar gran cantidad de monedas extranjeras, es natural que haga disminuir el cambio del país en cuestión, dando, por su moneda, un precio siempre creciente, en términos de signos monetarios siempre mejores.

Cuanto más se posterga esta situación, más se interesa la especulación, tendiendo a descontar el porvenir. Pero si el comercio es libre, el comercio de los cambios da, en seguida, un índice que indica la situación que se está preparando. Si esta libertad, por el contrario, no existe, el estado de las cosas se presenta tal cual es sólo cuando el Tesoro del país interesado debe declararse vencido, por no encontrarse ya en situación de resistir a todas las fuerzas de la finanza internacional.

Y esta verdad resulta tanto más evidente, cuando se considera que la caída de un cambio no está sólo en función de las condiciones nacionales que influyen sobre él, sino que depende igualmente del curso de los cambios de los otros países con los cuales se comercia.

13.—*Los efectos sobre la circulación interna.* — Refiriéndome a lo ya dicho en un estudio mío anterior (1), del cual éste es una nueva ilustración, es evidente que, cuando el Tesoro haya decidido estabilizar la moneda a un punto determinado con el oro, toda su política interna, financiera, bancaria y de los créditos, deberá proceder de acuerdo con un mismo plan.

Por las razones que hemos dado anteriormente, el volumen de la circulación debe adaptarse a la nueva situación; el crédito se extenderá o restringirá convenientemente; el balance deberá dar mayores o menores beneficios, según la rapidez con la cual la situación bancaria debe sanearse en relación al valor fijado para la moneda. Cuando se han alcanzado estos tres fines, en forma tal que la relación de cambio oscile dentro de estrechos límites invariables, con relación al poder adquisitivo de la moneda depreciada con aquélla del oro, puede decirse que se ha logrado el objeto perseguido y que el mercado puede abrirse monetariamente.

Naturalmente, dado que a medida que se llega hacia el punto designado, la crisis económica se desencadena en el país que quiere estabilizar su moneda, el gobierno deberá tener en cuenta, al fijar el punto de estabilización, el estado más o

(1) "Il ritorno all'oro", págs. 144 y sigs.

menos próspero de la industria nacional y su capacidad de resistencia, según que ésta acostumbre producir con fondos propios o basándose extensamente en aperturas de crédito bancario, etc. Por lo tanto, si en aquel determinado momento en que se inicia la operación, se reputa, por ejemplo, que el valor de la moneda se puede estabilizar, pongamos por caso, al 20 o/o del valor de ante-guerra, porque tal parece ser el índice revelador de la situación del momento, será prudente comenzar a operar como si la estabilización debiera hacerse, en definitiva, alrededor del 17 o 18 o/o solamente, debiéndose tener en cuenta: 1), la consiguiente crisis que deprimirá, durante cierto tiempo, la situación; 2), que la restricción del crédito podrá, con esta previsión, ser menor; 3), en fin, porque es más conveniente tener que mejorar más tarde la moneda, del 18 al 20 o/o, que tener que descender del 20 al 18 o/o.

Es claro, por lo tanto, que si la relación de 120 con la libra, en que se pretendía estabilizar, era muy elevada, tanto más rigurosa debía ser la política interna financiera y de crédito, en relación, esta última también, con el balance de pagos.

Consideremos, entonces, rápidamente, la situación:

I.—*Las relaciones entre Banca y Tesoro en la post-guerra*: Examinando la cuenta del Tesoro al 31 de mayo (1926), aparece una utilidad efectiva, en el balance en esa fecha, de 812 millones, que el Ministro ha anunciado ser de 1.500 millones, al cierre del ejercicio. Habiéndose constituido por Real Decreto del 3 de marzo, la “*Caja de Amortización*” para el pago de las deudas interaliadas, fueron borradas en el balance de los gastos, L 1.190.000.000 inscriptas para sus servicios y, de las “*entradas*”, 290.000.000, importe de la indemnización alemana, resultando un beneficio neto, entonces, para este ejercicio, de 900.000.000. Si a esta suma se agregan 2.500 millones de más, en entradas en efectivo, sobre lo previsto (al 31 de mayo eran ya de 2.868 millones), se tiene que el beneficio habrá subido a cerca de 4.400 millones, cuando los gastos efectivos no habrían superado la previsión de la diferencia. Resumiendo, los 1.500 millones de utilidad están representados, en parte, por 900 millones debidos a un acontecimiento feliz, que no tiene ninguna probabilidad de repetirse, mientras los balances futuros están inmovilizados por otros 15 mil millones de deudas, por gastos públicos. (1)

Ahora, esta situación es digna de considerarse por una razón muy sencilla. La posibilidad de efectuar grandes gastos está, naturalmente, en relación con las entradas y éstas, a su vez, pueden regirse sobre las cifras actuales, sólo en cuanto la moneda está desvalorizada y la circulación del papel no

(1) Por otra parte, se trata de un anticipo ficticio en sus tres cuartas partes, por cuanto, según un reciente decreto, el porcentaje indicado está afectado por mayores gastos militares y de carácter económico; de modo que el superávit real del ejercicio 1925-26 oscilará alrededor de 375 millones, solamente.

exceda del nivel actual. Cuando mejorase la moneda, provocando la crisis inevitable, los servicios de la deuda pública se harían insostenibles y los gastos votados se transformarían en letra muerta, porque las entradas darían, automáticamente, una renta decreciente.

II.—La situación de la Tesorería, al 31 de mayo de 1926, indicaba un mejoramiento de 5531,6 millones, con respecto al primero de julio de 1925, debido, principalmente, en 3049,6 millones, al excedente de las existencias sobre los pagos del balance efectivo y, en 2457,7 al excedente en el “movimiento de los capitales” (acentuación de los débitos). Es así que la cuenta de caja, de acuerdo a las contabilidades especiales, asciende a 3902 millones, siendo superior en 2625 a la cifra del 1o. de julio de 1925.

Esto ha permitido al Tesoro poner a disposición de la banca de Italia, 2471 millones, en cuenta corriente. Y aquí es donde la política financiera se liga a la monetaria. Sobre este punto debemos, por eso, detenernos.

El monto de las operaciones activas de los tres bancos de emisión, como hacía notar el Ministro de Finanzas, en su discurso del 3 de junio, en la Cámara, excede al valor de la correspondiente masa de billetes. La diferencia está cubierta por las deudas a la vista (esencialmente valores de cambio), por las cuentas corrientes de los particulares y del Tesoro. Si queremos dar una representación tangible de estos medios, excluyendo los billetes de Estado, tendremos (en millones de liras) :

	<i>billetes</i>	<i>valores</i>	<i>c. c. privadas</i>	<i>c. c. del Estado</i>	<i>Totales</i>
al 30/VI/925	19.017	1.587	1.018	235	21.858
al 30/V/926	17.716	663	1.017	2.471	22.067

Como se ve, el monto de los medios de pago puestos a disposición del comercio, no ha disminuído; por el contrario, ha aumentado y, en abril, era aun mayor.

Pero lo importante es examinar cómo en esta materia la política del Tesoro ha sufrido una profunda transformación.

Antes de la guerra, especialmente en los países con libre cambio del oro, el Instituto de emisión regulaba sus operaciones en forma autónoma, teniendo especialmente en cuenta la reserva metálica, que defendía con el arma del descuento. Y el Tesoro, a su vez, dedicaba la propia atención, particularmente sobre el movimiento de las entradas y de los gastos de balance, teniendo cuidado de que no se desequilibrasen y emitiendo bonos sólo como letras a corto plazo, por el intervalo de tiempo (pocos meses) que había entre el vencimiento de los gastos y la percepción de las rentas.

La guerra, multiplicando en extremo las deudas públicas (una parte considerable de las cuales, especialmente los bonos, son administradas por los bancos de emisión), ha encadenado

la relación entre éstos y el Tesoro. Las reservas de oro y su relación con la circulación, elemento antes preponderante, tienen hoy, por lo tanto, una importancia no mayor, por cierto, de la de los vencimientos de las deudas flotantes.

Este es uno de los puntos donde la política de estabilización de la lira ha fallado. Nuestro Tesoro ha repetido en grande la maniobra de los bancos de emisión de aquellos Estados que, antes de la guerra, mantenían el equilibrio monetario a través de un "gold exchange standard", basado sobre la compra y venta de letras extranjeras. Las extensiones de las operaciones aparecen considerando los créditos del *Contabile* de la cartera para operaciones financieras y de Tesorería. Estos créditos, que se habían mantenido en 967 millones al 1o. de julio de 1925, habían llegado, el 31 de mayor, a 11.785 millones, con un monto de pagos, en cifras redondas, de 32 mil millones y de 21 mil millones de cajetes. Ahora, la política a seguir, en este caso, es perfectamente idéntica a la de la reserva de oro. O sea, cuando los cambios resultan tirantes, las letras giradas sobre el exterior se venden contra moneda nacional, la cual se retira, así, de la circulación. La condición esencial para que el equilibrio entre cambio y poder adquisitivo se mantenga, es que la moneda sea retirada definitivamente de la circulación, porque entonces sólo funciona como si se hubiese efectuado una exportación de oro. Si, por el contrario, el papel vuelve a usarse en operaciones de crédito, es como si no se hubiese hecho nada para equilibrar los cambios: se han sustituido, sencillamente, las inversiones en el exterior por las inversiones en el interior.

En nuestro caso, el volumen de la circulación interna o, para ser más precisos, los medios a disposición de los bancos, quedaron invariados. Sólo que al papel moneda se sustituyeron, en parte, las cuentas corrientes del Tesoro, creadas postergando los pagos del balance o aumentando la deuda pública, la cual ha pasado de 90.847 millones al 30 de junio de 1925, a 92.033 al 31 de mayo de 1926, con un crecimiento neto de 1186 millones, de los cuales 979 debidos a los bonos ordinarios del Tesoro. Es así que la cartera sobre plazas italianas de los Institutos de emisión, ha podido llegar a la cifra nunca alcanzada, hasta entonces, de 6.168 millones. El impuesto y la deuda del Tesoro sustituyeron el aumento de la circulación de papel.

14.—*Las consecuencias de una estabilización defectuosa.*—La idea, muy generalizada, de que la lira se habría realmente estabilizado alrededor de 120-121, con la libra, ha producido sus efectos sobre el mercado de capitales y sobre el comercio con el exterior.

La especulación, que había dejado grandes depósitos en liras, en nuestras instituciones de crédito ordinario, como contrapartida de monedas extranjeras, tomadas en préstamo por las nacionales, terminado este comercio directo, fué reti-

rando, poco a poco, una parte apreciable de sus fondos, desde que la estabilización cortaba toda esperanza en un ulterior mejoramiento de la lira y en nuevas maniobras especulativas.

Lo que, unido a los efectos siempre latentes de los decretos de De Stefani y a la sensación de que la estabilización habría creado una crisis industrial, con relativas reducciones o anulación, por cierto tiempo, de los dividendos, había llevado a las bolsas esa depresión que todavía persiste.

Lógicamente, el Estado no hubiera debido intervenir en esta situación, dado que era la consecuencia necesaria de la política monetaria que se quería perseguir. En cambio, precisamente así como en el campo industrial el Tesoro había tenido cuidado que no faltasen nunca a los bancos los medios para continuar la anterior política de crédito, interviene, también en las bolsas, animando a través del Banco de Italia la constitución de una sociedad financiera con un capital de 200 millones, suscripto por los cuatro grandes bancos ordinarios, con el propósito de mantener elevado el valor de los títulos que la política de estabilización tendía, automáticamente, a deprimir.

Si consideramos en la cuenta del Tesoro al 30 de abril, la situación del Banco de Italia del 31 de marzo, en el título "cartera sobre plazas italianas", encontramos L. 81.900.000, descontadas a la sociedad antes citada, lo que representa una nueva inmovilización, a agregarse a la del consorcio de valores industriales. ,

Ahora bien; una intervención financiera semejante, se comprende y tiene su valor, si constituye una medida de emergencia. Pero cuando se convierte en una medida permanente, representa un evidente error económico y técnico y se *transforma en un premio a la especulación a la baja*. Los bajistas en descubierto se sienten fuertemente garantizados por la existencia de un Ente, que saben siempre dispuesto a comprar, apenas la baja de los efectos exceda de un cierto margen; viéndose inducidos a vender lo más posible, sin temor de sufrir una pérdida demasiado grande en el momento de la ejecución del contrato. Los cuatro bancos que han constituido la Sociedad financiera, por lo tanto, realizan, sistemáticamente, con respecto a los títulos, precisamente la misma operación que, en cierto modo, el Tesoro había rehusado efectuar cuando las ventas en descubierto sobre las liras recrudecían: hacer la contrapartida a los especuladores.

Teóricamente, puede suceder que el banco X, uno de los fundadores de la Sociedad Financiera, encontrándose inundado de títulos de una hacienda dada, los haga vender indirectamente en la bolsa para que sean adquiridos por la Sociedad, en la cual participa solamente con una cuarta parte del capital. El hecho posterior de que el stock, porque ha entrado en las cajas de esta última, es descontado y puesto en la cartera del Instituto de emisión, facilita, en forma excepcional,

la operación de mejoramiento del banco X, hecho a cargo del Instituto central, o sea de los contribuyentes.

En qué forma se ajusta esta política con la del saneamiento de la lira, destinada a provocar la necesaria crisis de liquidación industrial y comercial del país, es cuestión que cada cual puede resolver por sí mismo.

15.—Otra consecuencia de la gran fe en lograr la estabilización monetaria definitiva, ha sido que muchos de nuestros importadores dejaron de cubrirse de sus adquisiciones a término en mercaderías. Era natural que esto agravase notablemente la situación no bien se hubiera notado que, con la política delineada más arriba de grandes gastos, de falta de saneamiento de la industria y de excesiva circulación total, el Tesoro no estaba en situación de llevar la lira al punto establecido.

He dicho ya que toda aquella línea de conducta influía sobre el equilibrio del balance de pagos y he observado también que en un régimen de moneda depreciada el equilibrio de los cambios internacionales es inestable, ya que los saldos netos del balance sólo pueden cubrirse, vendiendo moneda al exterior, y que es precisamente en ese momento que el mercado internacional fija el valor. El tesoro, en semejantes circunstancias, no puede intervenir eficazmente sino vendiendo créditos en moneda sana, al descubierto, no sabiendo a qué precio los pagará cuando los adquiera nuevamente.

Nuestro Ministro de Finanzas ha facilitado los datos para estudiar el problema en cifras. Frente a un desequilibrio en la *balanza visible* que oscila alrededor de los 8.000 a 8.500 millones de liras, tenemos en la *balanza invisible* las siguientes partidas compensadoras: remesas de los emigrados, 3.000 millones anuales; gastos de los extranjeros, 2.500 millones; fletes activos de nuestra creciente marina mercante, 500 millones como máximo. Por lo tanto, frente al saldo contrario de 8.000 millones, podemos contar "grosso modo" con 6.000 millones de activo en la parte invisible de los cambios internacionales. Naturalmente, se trata de un cálculo elástico, pero es indiscutible que existe una diferencia, la cual no puede cubrirse sino a través de la especulación sobre los cambios. Y cuanto más libertad se deja al capital de especulación, tanto más rápidamente el mercado se ajusta, porque la concurrencia detiene a los especuladores, en su propio interés y en el punto oportuno.

16.—La solución de esta situación de equilibrio inestable y de mes en mes agravada, resulta de la huelga general inglesa, la cual anticipó una consecuencia que aun los más avezados esperaban recién para octubre-noviembre, en la época en que por reiniciación de las grandes importaciones de materias primas en Italia, los importadores habrían tenido que cubrirse. Nosotros llegábamos debilitados a la batalla,

porque la especulación a la baja de una moneda se ejerce con mayor violencia y extensión cuanto más el tesoro la mantiene artificialmente elevada. Si la especulación prevé que una moneda, que hoy, sobre el mercado libre, tendría un precio de 100, será cotizada, dentro de tres meses a 85, afrontará riesgos aun mayores si el gobierno la detiene, o la defiende, artificialmente, a 110; porque los especuladores estarán dispuestos a pagar, en tal caso, una suma aun mayor.

Roto el equilibrio de la balanza comercial inglesa con la huelga, los especuladores británicos, para defender su propia moneda, operaron al descubierto, ante todo sobre la moneda que presentaba menores probabilidades de resistencia, o sea la francesa, y luego sobre la belga. A su vez, un comerciante francés que posee liras italianas, sea en forma de moneda, o en acciones, dispone naturalmente de ellas en el momento más oportuno. Por consiguiente, viendo que el franco francés caía de improviso con respecto a la libra, mientras en un primer momento el valor de la moneda italiana permanecía inmutable, el comerciante francés pagaba sus deudas a los comerciantes ingleses con las liras, porque comparativamente le costaban menos.

Tomado de improviso, nuestro Tesoro lanzó sus reservas para hacer frente al descubierto que así se estaba formando. Esta maniobra debía necesariamente provocar la especulación, la cual, en medio de tantas caídas de valores, veía la moneda italiana mantenida a un nivel fijo a expensas del público. Y el momento de peligro disminuyó sólo cuando, habiéndose dado cuenta el Tesoro de la extensión de la operación, dejó de crear contrapartidas a la especulación bajista.

Pero la estabilización a 120 ya estaba condenada: los precios internos a papel, como hemos visto, se habían separado marcadamente de los en oro; y el problema de una reducción en el volumen de los medios de pago se volvió más difícil, porque, frente a precios más elevados en papel se hace necesaria una cantidad mayor de medios de pago para el público, y de capital circulante para hacer funcionar el inmovilizado en las industrias y en el comercio.

17.—*Conclusiones.*—Todo lo que se ha dicho demuestra:

1º La importancia de la balanza comercial visible en un régimen de moneda depreciada; porque cada desequilibrio, antes que poner en acción las fuerzas que reconducen el mercado hacia la situación estable precedente (como sucede cuando la circulación es sana), pone en movimiento un conjunto de energías que marchan paralelamente y alejan por consiguiente de la posición conquistada, y no se detienen sino con un empeoramiento en los cambios, o con una rápida y violenta deflación del crédito. Lo cual, sin embargo, puede resultar inútil, cuando la constitución económica del país sea tal de no poder soportar la sacudida.

2º Lo que ha sucedido en este período de tiempo confirma todo lo que en mi anterior estudio ya citado (págs. 143 y siguientes) había demostrado teóricamente. La estabilización defectuosa es una operación que no puede subsistir y que cuesta mucho más al Tesoro (o sea a la colectividad en general) que no la basada en el libre cambio de oro. Se ha dicho que el Estado puede sostener la libra alrededor de 120 sin tocar el fondo de 100 millones de dólares del crédito Morgan. Lo cierto es que el país pagó, y paga la operación con una serie de impuestos indirectos, de lo cual hemos dado aquí la demostración. Además, si bien el fondo Morgan no fué tocado, es indiscutible que la libra no se detuvo a 120.

3o. El mantenimiento artificial de una moneda a un cambio determinado cuesta demasiado, lleva al mercado a un estado de equilibrio inestable y no aproxima el momento del saneamiento, si *contemporáneamente* no se restablecen las condiciones industriales que permiten el reajustamiento del balance de pagos. Ahora bien, toda esta operación de higiene interna, que se verifica automáticamente cuando la moneda ha sido saneada, resulta casi imposible cuando el crédito permanece aún en manos del poder político a causa de las enormes y continuas presiones que se ejercen sobre él para alejar las crisis de las industrias, del comercio, y de los bancos; y, por los pocos a quienes la crisis beneficia, para eliminar las consecuencias de la desocupación, aumentando los gastos en obras públicas, gastos que están en función de las entradas que a su vez dependen de la masa visible de medios de circulación.

La función esencial de la finanza pública es siempre la de disminuir los gastos y destinar los sobrantes a la reducción de la deuda de la circulación, creada para salvataje, y de los bonos ordinarios del Tesoro, los cuales, técnicamente, deben disminuir, cuando la circulación se restringe. Intervenir sobre el mercado de los cambios, salvo en los casos transitorios de emergencia, equivale a realizar una acción costosa y perjudicial, porque crea ilusiones en el país, las cuales aparecen, precisamente, en los períodos de crisis, o sea, en el momento en que la acción moderadora del crédito se manifestaría en la forma más provechosa.

**Atilio CABIATI.**

Génova, julio de 1926.

(Traducción del número de agosto de 1926 del "Giornale degli Economisti e Rivista di Statistica", por Francisco Masetto.)