

811 512

# 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 Julio Ferrarazzo**  
**Jacobo Wainer**  
Por la Facultad

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

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

---

**Año XV**

**Julio 1927**

**Serie II N° 72**

---

DIRECCION Y ADMINISTRACION  
CALLE CHARCAS, 1835  
BUENOS AIRES

## Algunos resultados de la experiencia monetaria contemporanea

---

La crisis monetaria por la que atraviesan aún algunos países después de la guerra, no es sino el reflejo de la crisis económica y financiera que se ha extendido sobre todo el continente a consecuencia del gran huracán que ha acompañado y seguido a la conflagración de 1914-18.

Comprende aquélla, por lo tanto, muchos problemas que son de interés internacional y que no son únicamente monetarios, pero que, sin embargo, están estrechamente ligados con la reforma monetaria de cada país.

Ante todo, el pago de las deudas de guerra, sean internas, sean externas, sean interaliadas, se efectúa en condiciones diversas, según que la moneda del país deudor se anule, se estabilice a un valor depreciado o se restablezca su valor a la paridad legal.

También la distribución de los capitales y del crédito es al mismo tiempo una causa y un efecto de la situación monetaria. La moneda en ciertos países se deprecia por la emigración de los capitales y la falta de crédito internacional y la solución del problema monetario puede influir en la redistribución internacional de los capitales.

Intimamente vinculado con el problema monetario, está también el técnico, económico y financiero de la mejor organización industrial y del perfeccionamiento de la producción. La concentración vertical y horizontal así como la "racionalización" de la industria son factores que se comprenden muy bien, aún en relación con los fenómenos de inflación y desinflación que se han observado en muchos países.

Otra cuestión muy importante en relación con la monetaria es la así llamada "Cuestión del oro". El metal amarillo se ha concentrado en algunos países, especialmente en los Estados Unidos de América, los que comenzaron a preocuparse por su riqueza que podía perder valor y convulsionar los precios mundiales, el día en que los países hoy en régimen de curso forzoso considerasen, como sostenían muchos economistas, que una buena moneda puede conservar su estabili-

dad aún sin reserva áurea y abandonaran el oro como regulador de su circulación.

Por fin, el comercio internacional está muy interesado en la solución de la crisis monetaria, dado que la inseguridad de los cambios es uno de los mayores obstáculos al pleno resurgimiento de los negocios.

Pero son múltiples las soluciones dadas a la crisis monetaria, lo que indica la diversidad de situaciones políticas, económicas y financieras que caracterizan los diversos países mundiales después de la guerra.

Esto significa que, en los países que no tienen aún una moneda sana, la solución de la crisis por la que atraviesan pueden ser distinta en unos y en otros.

Mientras tanto, interesa sin embargo conocer las experiencias y las reformas monetarias que se realizaron después del grave desequilibrio post-bélico.

Al efecto, tomando el dólar como tipo, podemos distinguir varias categorías de moneda.

En la primera podemos colocar las monedas que oscilaron alrededor del dólar y que ahora se hallan a la par, tienen premio o están apenas bajo el dólar: Canadá, China, hasta antes de la revolución, Colombia, Japón, Holanda, Suiza, Venezuela.

#### PORCENTAJE DEL PRECIO DEL DOLAR EN RELACION CON SU PRECIO A LA PAR (1)

	Canadá	China	Colombia	Japón	Holanda	Suiza	Venezuela
1920	112,8	48,7	—	98,9	116,8	114,1	
1921	111,7	84,2	109,1	102,4	119,5	111,2	115,7
1922	101,5	89,1	105,4	103,7	104,5	101,2	104,8
1923	102,0	96,2	101,6	102,6	102,8	106,8	100,5
1924	101,3	91,4	98,6	121,0	105,2	105,9	100,4
1925	100,0	95,8	99,3	121,5	100,1	99,8	100,3
1926	100,0	107,8	98,8	105,8	100,2	99,9	100,2

Luego siguen los países que perdieron hasta el 30 % en su relación con el dólar y ahora están casi a la par, como la Argentina, el Reino Unido y Suecia.

	Argentina	Reino Unido	Suecia
1920	106,4	103,0	130,8
1921	131,2	126,4	118,8
1922	117,0	109,9	102,4
1923	122,0	106,4	100,9
1924	123,0	110,2	101,0
1925	105,5	100,8	99,8
1926	104,5	100,2	100,1

Un tercer grupo de naciones que han vuelto al oro, comprende los países fallidos que sustituyeron su moneda: Austria, Alemania, Hungría y Rusia.

(1) Los datos para esta tabla y las similares que siguen, se han tomado del "Bulletin mensuel de Statistique de la Société des Nations".

	Austria	Alemania	Hungría	Rusia
1920	4.357,4	1.463,4	5.848,9	
1921	12.322,4	2.480,8	9.591,2	
1922	203.225,6	44.218,5	29.308,0	
1923	1.447.285,7	16.947,7	219.841,8	107,7
1924	1.447.285,7	103.730,6	1.417.784,3	101,7
1925	100,1	100,1	1.447.285,7	99,9
1926	100,0	100,1	99,6	99,9

Sigue luego la categoría de los países que han procedido a la depreciación de su moneda o la están efectuando: Bélgica, Chile, Finlandia, Estonia, Letonia, Lituania y Checoslovaquia.

	Bélgica	Chile	Finland.	Eston.	Leton.	Lituan.	Checo- es'quia
1920	262,3	102,1	496,1	5.995,0			1267,7
1921	259,0	164,4	892,5	8.254,0			1612,4
1922	251,3	159,4	886,5	8.092,2	100,1		839,9
1923	370,1	156,3	718,5	8.213,2	98,8		685,7
1924	416,0	182,7	766,2	9.274,2	100,0	100,8	685,9
1925	405,4	167,9	763,1	8.861,4	100,0	101,2	683,3
1926	571,9 (1)	100,6	99,9	8.861,4	100,0	101,1	684,2

Siguen luego los países que después de haber sufrido una fuerte depreciación de su moneda efectuaron o están realizando la revalorización de la misma: Bolivia, Dinamarca, Italia y Noruega.

	Bolivia	Dinamarca	Italia	Noruega
1920		170,1	389,8	162,0
1921	170,4	150,6	449,1	179,0
1922	150,2	258,1	406,4	153,0
1923	122,4	146,0	419,4	160,6
1924	131,2	160,2	442,8	192,1
1925	115,3	126,8	484,8	149,8
1926	114,2	102,2	495,6	120,5
1927 (enero)	115,4	100,6	444,1	104,8

Es digno de señalarse el caso de Polonia que hizo la reforma monetaria pero no logró por falta de equilibrio en el presupuesto financiero, estabilizar el nuevo valor de su moneda.

1920	5.350,9	1924	100,3
1921	49.508,1	1925	108,7
1922	173.901,6	1926	172,3
1923	17.268.403,2		

Otros países, en cambio, se encuentran en una situación política y financiera de inseguridad. Entre ellos, se hallan en las mejores condiciones, Perú y España. Francia está luchando entre la estabilización al tipo de cotización actual y el mejoramiento de la moneda. Rumania trata de mejorar, mediante la desinflación repartida en quince años, el valor de su moneda. Por fin, hay países que ven empeorar su cambio, como Grecia y Portugal.

(1) Media de los primeros 10 meses

	Perú	España	Francia	Rumania	Grecia	Portugal
1920	100,6	121,2	275,1	980,4	172,7	1.030,1
1921	129,4	142,6	258,7	1.564,2	331,0	1.098,7
1922	126,5	124,5	235,5	2.762,6	581,5	1.563,3
1923	117,0	133,5	317,8	3.909,5	1.128,3	2.542,6
1924	118,8	144,6	369,0	3.869,8	1.078,7	3.136,1
1925	119,9	134,5	404,7	3.992,4	1.236,6	2.144,4
1926	129,9	129,7	594,2	4.173,7	1.531,4	2.108,2

Este vasto campo de experiencias monetarias admite algunas observaciones:

a) Muchos países con las mejores tradiciones financieras o que ambicionaban progresar en sus condiciones de vida política, económica y social, revalorizaron su moneda, afrontando con decisión y consciente voluntad los sacrificios tributarios y económicos necesarios para conseguir el resultado. Esto se debió naturalmente, también, a la condición favorable de las circunstancias, como ser buenas cosechas, incremento de las exportaciones, prósperos negocios realizados durante y después de la guerra.

Comenzaron los Estados Unidos a revalorizar el dólar con una política desinflacionista. Merecen ser observados los Estados que perdieron ligeramente su paridad con el dólar, como los países del primer grupo o en medida mayor, como la Argentina, el Reino Unido y la Suiza o en mayor grado como Dinamarca, Noruega e Italia.

Está en camino de ser desmentida, pues, por los hechos, tanto la doctrina de los economistas americanos, ingleses o suizos, repetida por escritores italianos y franceses, como la opinión de los mismos expertos franceses de que es quimérica la revalorización de una moneda fuertemente depreciada.

Las experiencias de Dinamarca y Noruega han demostrado ya, que no es una quimera, aun mismo hoy, una fuerte revalorización de la cual se tienen ejemplos en el pasado en Estados Unidos y en Inglaterra.

Veremos, pues, cómo se desarrollarán los acontecimientos en Italia.

b) Una importante constatación que puede hacerse es que la mejora, y en general los cambios de cotización, cuando corresponden a una buena tendencia en los negocios de un país, no son lentos y graduales, sino fuertes y bruscos, por la facilidad que tiene la especulación capitalista de operar en el mercado internacional y de acelerar el curso de los acontecimientos. Muy interesante es a este respecto el caso de Dinamarca. Fracasada la tentativa de estabilizar la mo-

(1) République Française. — Rapport du Comité des Experts, Paris. Imprimerie Nationale, 1926, pag. 9.

neda, el nuevo gobierno socialista de ese país, presentó al Parlamento un proyecto de ley sobre el régimen monetario aprobado el 20 de diciembre de 1924, con el propósito de iniciar una revalorización gradual y lenta. El Banco Nacional, según las normas votadas, quedaba eximido hasta el 31 de diciembre de 1926 de la obligación de reembolsar en oro sus billetes y debía mantener el curso del dólar (paridad; Cr. 3,73 = \$ 1) hasta Cr. 5,74 en el primer semestre de 1925, luego a Cr. 5,60 hasta el 31 de diciembre de 1925, a 5,46 hasta el 1.º de julio de 1926 y a 5.3 hasta el 31 de diciembre de 1926. Este mejoramiento progresivo del curso debía corresponder a una valorización de la corona de 65 a 70 o/o de la paridad oro. La ejecución de este plan debía estar asegurada por el aumento de la tasa del descuento y por un crédito de cambio, garantido por el Estado, de 40 millones de dólares que el Estado estaba autorizado a tomar en préstamo en los Estados Unidos y en Londres. Pero durante el año 1925, la especulación extranjera y particularmente la americana, se apoderó de la corona dinamarquesa y condujo sobre ella una verdadera campaña al alza, como se ve por los cursos que se indican más abajo.

#### CURSO DE LA COTIZACION DEL DOLAR CON RESPECTO A LA CORONA DINAMARQUESA

	1924	1925	1926	1927
Enero	158,2	150,5	108,0	100,6
Febrero	167,5	150,5	105,6	100,5
Marzo	170,9	148,3	102,6	
Abril	161,0	145,3	102,4	
Mayo	158,4	142,5	102,3	
Junio	159,7	140,2	101,2	
Julio	167,0	125,4	101,1	
Agosto	165,3	115,0	101,0	
Septiembre	158,1	109,3	100,9	
Octubre	154,6	109,0	100,8	
Noviembre	152,7	107,8	100,7	
Diciembre	152,0	107,8	100,6	

Los mismos acontecimientos se verificaron en Noruega donde la moneda había sufrido un notable descenso por la depresión económica del país, sobre todo por la crisis que afectó a las compañías de navegación y la banca. desde 1924 en adelante, la moneda comenzó a valorizarse. Al igual que en Dinamarca, una comisión de expertos en cuestiones monetarias, aconsejaba una inmediata estabilización sobre el valor que la moneda noruega había alcanzado a principios de 1926, cerca del 75 o/o de la vieja paridad oro. No habiéndose puesto inmediatamente en práctica este consejo, la especulación siguió elevando el valor hasta el 97 o/o de la paridad prebélica. Consideremos el caso de la corona noruega.

CURSO DE LA COTIZACION DEL DOLAR CON  
RESPECTO A LA CORONA NORUEGA

	1924	1925	1926	1927
Enero	190,2	175,7	131,7	104,8
Febrero	200,9	175,7	123,6	103,6
Marzo	197,5	173,6	124,8	
Abril	194,1	166,0	123,9	
Mayo	193,1	159,3	123,7	
Junio	198,2	157,5	121,2	
Julio	199,4	148,2	122,1	
Agosto	193,4	142,5	122,2	
Septiembre	193,5	127,9	122,2	
Octubre	188,0	132,5	113,5	
Noviembre	182,0	131,9	105,9	
Diciembre	177,8	131,9	105,9	

Tuvieron lugar alternativos progresos en Bolivia, Argentina, Reino Unido y Suecia como surge de los índices más arriba anotados.

Las vicisitudes monetarias contemporáneas están confirmadas por la historia de otros tiempos. En los Estados Unidos los Greenbacks que habían caído de 88 cents. oro en 1861, a 39,2 en 1864, saltan a 63,6 en el año sucesivo, a 71 en 1866, a 87 en 1870, permaneciendo entre 87 y 89 hasta 1876; después saltan a 95,4 en 1877, a 99,2 en el año siguiente y llegan a la par en 1879.

No nos detendremos en señalar la rapidez con la cual las monedas pierden su valor cuando el país va de mal en peor, porque el ejemplo de los Imperios Centrales y de Rusia, así como de muchos otros Estados está en la mente de todos, y las cifras correspondientes se encuentran en las tablas precedentes.

a) La experiencia de estos años nos muestra también países que han logrado estabilizar el valor de su moneda. En algunos se logró la estabilización cuando la inflación los llevó a la bancarrota, como en Alemania, Austria, Hungría y Rusia y ella misma fué un medio para dar vigor y estabilidad al presupuesto financiero y al movimiento de los negocios. Se impusieron las más duras disciplinas a la vida económica nacional para mantener la estabilidad de la nueva moneda. En Rusia, se limitaron las importaciones al total de las exportaciones. En otros países, en cambio, la estabilización resultó de la consolidación del menor valor de la moneda una vez asegurado el equilibrio de las finanzas públicas y del balance de pagos con la sola fuerza del país o con el concurso de créditos extranjeros. Un ejemplo típico a este respecto es el de Checoslovaquia y podría decirse, el Belga, si este país logra mantener a la par el "belga", recientemente creado.

Pero mientras no se haya restablecido el equilibrio en la vida internacional, no se haya liquidado la crisis postbélica, es muy probable que fracasen las experiencias de estabilización. Esto ha sucedido en Polonia, donde la nueva mo-

neda ha perdido valor debido a la debilidad de las finanzas públicas y a las convulsiones políticas y económicas del país.

En Italia, Francia, Dinamarca y Noruega, se intentó la estabilización de hecho de las monedas y se agotaron todos los recursos sin ventaja alguna.

Las monedas que por un periodo bastante largo se habían mantenido al mismo nivel, cayeron debido a crisis internas o a repercusiones externas, y fueron perseguidas por la especulación bajista. También en Bélgica la tentativa de estabilización de 1925, tuvo por resultado un fracaso y causó una grave pérdida al Tesoro, que trató de conservar con fondos obtenidos del exterior el tipo de cotización a la cual quería fijar el franco, de 107 francos por libra esterlina.

En consecuencia, como resultado de la experiencia post-bélica se registra un numeroso grupo de fracasos en las tentativas de estabilización tanto legales como de hecho.

e) Frente a la depreciación que afectó todas las monedas, incluso el dólar, y a los caminos opuestos seguidos por los diversos estados que no anularon completamente a sus monedas, resulta evidente que la elección entre la depreciación y la revalorización depende de las fuerzas políticas que prevalecen en cada país.

Donde están fuertemente arraigadas las tradiciones financieras, donde es elevado el sentimiento de la dignidad nacional, sentida la necesidad de una justa repartición de los perjuicios de la guerra según la capacidad contributiva ponderada de los ciudadanos, despierto el espíritu de acrecentar el poder adquisitivo del trabajo nacional con respecto al trabajo extranjero, fuerte el grupo de los poseedores del ahorro frente a los empresarios deudores, prevalece la política de revalorización monetaria. Donde predomina la plutocracia y el grupo de los nuevos ricos que desean consolidar la posición económica y social adquirida en perjuicio de la clase media y de las antiguas *élites*, donde los deudores y los contribuyentes no quieren correr el riesgo de hacer más pesada su posición, allí prevalece la política que conduce a la desvalorización monetaria.

En Dinamarca, es el gobierno socialista el que promueve la revalorización de la corona, después del fracaso de la estabilización. En Italia, es Mussolini, antiguo socialista, quien va contra la voluntad de los grupos bancarios y plutocráticos y recibe frecuentes amonestaciones del Senado, donde son numerosos los representantes de la media burguesía perjudicada por la desinflación. En Bélgica, la alta banca y la gran industria tienen en la vida financiera y política mucha mayor importancia de la que tenía, por su participación en el parlamento y en el gobierno el partido socialista. Este último, por otra parte, frente a la estabilidad de la moneda belga y a la incapacidad demostrada por los diversos gobiernos para resolver el problema tributario y monetario, aceptó

la estabilización para salvaguardar los salarios de las pérdidas producidas por la depreciación de la moneda. En realidad, no evitó con ello grandes sacrificios, debido al encarecimiento de la vida, mientras los industriales mantenían estables los salarios, consintiendo en ello el Gobierno y el Partido Socialista.

En Inglaterra, en los EE. UU. de Norte América, en Holanda y en Suiza, donde ha sido breve el camino hacia la revalorización, en la Argentina, donde el partido socialista realiza una fuerte campaña en favor de la restauración del valor del peso, son las corrientes políticas o las tradiciones financieras, más que las circunstancias económicas favorables, las que promueven una restauración de la moneda.

f) Los éxitos y los fracasos, tanto de la estabilización como de la revalorización, prueban con perfecta concordancia que son condiciones fundamentales para el saneamiento definitivo de la moneda, el equilibrio del presupuesto y la solidez de las condiciones económicas del país. Algunas veces, es la reforma monetaria la que inicia la restauración de la vida nacional detenida por la inflación; otras veces, en cambio, el resurgimiento económico y financiero del país aparece como condición necesaria para la reforma monetaria.

g) Por fin, debe ponerse de relieve la influencia de la especulación capitalista sobre la situación de una moneda. Ella ejerce una corriente a la baja de la moneda, apenas estalla una crisis que afecte la prosperidad económica y financiera de un país o cuando se ha creado una situación monetaria incierta y sostenida con sacrificios financieros o medios artificiales. Eleva, en cambio, la cotización en favor de una moneda, cuando se manifiestan los índices de un resurgimiento de la prosperidad económica y financiera de un país y de una firme decisión política en la conducta monetaria.

Se requiere tener en cuenta la especulación como una fuerza latente, que trata de operar en el sentido que no le impide la decidida política monetaria de las finanzas.

Si la política es contraria a la revalorización, la especulación está potencialmente preparada para actuar a la baja en cualquier ocasión crítica.

Así se explican las desvalorizaciones de la corona dinamarquesa y noruega y de la lira italiana cuando ya las condiciones económicas y financieras de estos países señalaban un alejamiento de la crisis postbélica.

Si la política está encaminada hacia la revalorización, la especulación no interviene a la baja, sino al alza, apenas puede hacerlo.

En el caso de la especulación a la baja son los capitales nacionales que emigran al extranjero y los capitales extranjeros que lanzan sobre el mercado las monedas sospechosas; en la hipótesis contraria, afluyen las remesas de los emigrantes, retornan los capitales expatriados, crecen las inversiones o los préstamos extranjeros, en todas partes la moneda se

busca como un título bueno destinado a aumentar rápidamente de valor.

La especulación, pues, contribuye en un caso a la ruina de la moneda mientras que en el otro concurre a hacer continuado y estable el movimiento restaurador de la misma.

Recogiendo los resultados de las observaciones hechas alrededor de cada problema que se compendian en la cuestión monetaria, se puede, pues, llegar a las siguientes conclusiones:

I.—La revalorización de la moneda asegura una mayor justicia en la distribución de la liquidación de las deudas internas, resultado de la guerra, y contribuye a hacer menos gravosos los débitos, derivados de las deudas externas, a consecuencia del suavizamiento del cambio.

II.—La revalorización de la moneda demuestra ser más apta para promover ya sea el aflujo espontáneo de los capitales del exterior o sea la conveniencia de contraer empréstitos en el mercado internacional, por el premio que consigue el acreedor, recibiendo en reembolso una moneda de mayor valor.

III.—La valorización de la moneda acompañada necesariamente de la solidez de la finanza pública y de la economía nacional, forma, en un Estado que ha vencido la crisis post-bélica, una base monetaria segura para la reorganización industrial con criterios técnicos modernos y promueve una enérgica supresión de las empresas que se crearon en base a beneficios de la inflación.

IV.—El exámen de la cuestión del oro (1) demuestra que no es necesario y por lo tanto no es urgente para los Estados en régimen de curso forzoso el regreso a la moneda oro; no se debe, por lo tanto, anticipar la reforma monetaria mediante la devalorización y no sanear, en cambio, con programas orgánicos, una política integral de revalorización de la moneda. Diverso es el consejo dado por los países ricos en oro, con moneda sana, con una economía rica en organismos económicos potentes para consolidar rápidamente fortunas particulares y sin tener en cuenta los intereses generales.

V.—La desvalorización de hecho y legal, no aseguran la estabilidad de la moneda, no sólo cuando no son sólidas las condiciones económicas y financieras del país, sino aun

---

(1) Para la exposición de mi pensamiento sobre esta cuestión y sobre otros problemas aquí tratados, puede consultarse mi libro: "Política monetaria y financiera internacional", Milano, Instituto Editoriale Scientifico, 1927.

mismo cuando están consolidadas. Los rotundos fracasos de las experiencias llamadas pre-estabilizadoras de Bélgica en 1925, de Italia, de Dinamarca, de Noruega y las estabilizadoras de Polonia, demuestran cómo tales experiencias han sido gravosas para las finanzas de estos países. Cuando las condiciones van saneándose, los hechos demuestran que el camino más seguro es el de la revalorización monetaria.

VI.—La política de la revalorización encuentra su puesto lógico en el cuadro de una política general del Estado, vigorosamente orientada a obtener el equilibrio del presupuesto con la actuación de la justicia tributaria; el equilibrio en el balance de pagos con el desarrollo de la actividad y no con las restricciones a importaciones y exportaciones; la restauración de la capacidad productiva y adquisitiva de todas las clases sociales de la población y no el enriquecimiento con la expoliación y la reducción del poder adquisitivo de la mayoría del país; la victoria política y la satisfacción moral de la Nación que de ella resulta y el éxito de la economía y de las finanzas sobre la crisis postbélica.

BENVENUTTO GRIZIOTTI

Profesor de "Ciencia de las Finanzas"  
en la Universidad de Pavia (Italia).

---