

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

La estabilización monetaria en Bélgica

1.—Con el anuncio oficial de la estabilización del franco belga termina un período de intensa preocupación por la solución del equilibrio monetario hacia el cual tienden los Estados.

La experiencia belga fija un rumbo cuyo análisis resulta oportuno, sea para juzgar de la bondad del principio inspirador, sea para poner en relieve los errores en que se hubiera incurrido en la experimentación del principio.

2.—El problema de reconstrucción, que se impuso al Estado belga cuando volvió a posesionarse de su territorio, fué, en realidad, de reconstrucción *ab imis*.

Cuatro años de ocupación habían provocado la desorganización y el aniquilamiento: los campos empobrecidos, cerca de 75.000 edificios destruidos, la industria arruinada por destrucciones sistemáticas y requisiciones (1), las vías de comunicación utilizadas hasta su límite máximo y en parte inservibles, el comercio arruinado...

No menos deplorable que el estado de las condiciones económicas, era el de las financieras: completa desorganización del medio circulante, el marco alemán había sustituido al franco por ordenanza del 3 de octubre de 1914, al cambio de 1 marco por cada 1.25 francos, la prohibición al Banco Nacional de emitir nuevos billetes y la orden de retener aquellos que hubiesen entrado a sus cajas (2), el Estado expulsado de su territorio y viviendo del crédito.

3.—La reconquista exigió al gobierno la solución de todos estos problemas.

(1) Léase el memorándum de Theunis, The reconstruction of Belgium, in The Manchester Guardian Commercial, Reconstruction in Europe, fasc. 80.

(2) Circulación de billetes del Banco Nacional (en millones): En 1914, 1.614; 1915, 1.320; 1916, 1.282; 1917, 1.268. Liga de las Naciones, Memorándum sobre Moneda y Bancos centrales, Génova, 1925.

La sustitución del marco por el franco fué uno de sus primeros actos. Razones de equidad aconsejaron al Gobierno el retiro de la moneda alemana a la par con el franco, no obstante la ya fuerte depreciación experimentada por el marco.

Esta operación, que originó el cambio de más de 4 mil millones de marcos, obligó al Estado a contraer con el Banco Nacional una deuda de 5.800 millones de francos; el que, para responder al pedido del Gobierno, hubo de recurrir a la emisión de billetes.

Esta emisión fué el punto de partida de la inflación, la base de la creciente desvalorización del franco.

Los gastos demandados por la organización general del país: la reconstrucción de las regiones devastadas, los subsidios a la desocupación (1), los gastos de desmovilización, los pagos a los inválidos, contribuyeron a debilitar mayormente el ya anémico organismo financiero.

El sistema fiscal no podía proporcionar entradas suficientes para hacer frente a gastos ingentes. Por otra parte, la esperanza que se cifraba en el pago de las reparaciones favoreció la expansión de los gastos, al mismo tiempo que impidió exigir del contribuyente un sacrificio adecuado.

El presupuesto va así presentando desequilibrios crecientes, y continúa en su progresión ascendente el endeudamiento del Estado.

Recién en 1921, con el Ministerio Theunis y mediante enérgicas medidas adoptadas para reducir los gastos y aumentar los ingresos, el déficit comenzó a disminuir. A la supresión de éste dedicaron sus mayores esfuerzos los hombres que se sucedieron en el Ministerio.

El déficit total en el período 1919-1925 se elevó a 8.389 millones de francos, según resulta del detalle del siguiente cuadro:

ESTADO DEL PRESUPUESTO — Millones de francos belgas

Año fiscal	Gastos	Entr. comprend. las sums. obten. de los emprést. cons.	Saldo
1919	6.988	4.069	— 2.918
1920	10.278	7.432	— 2.840
1921	8.399	7.077	— 1.322
1922	8.438	6.768	— 1.670
1923	8.857	8.622	— 235
1924	9.881	10.199	+ 318
1925	13.314	13.599	+ 285

El estado general de las deudas al 30 de noviembre de 1924 presentaba un total de 40.674,1 millones y de 53,351,6 millones al 30 de abril de 1926.

(1) Las sumas gastadas únicamente en subsidios a los desocupados, en el período 1919-1921, se elevaban a 478 millones de francos. — M. Theunis, op. cit.

ESTADO DE LAS DEUDAS BELGAS

		31 Diciembre 1920	31 O'bre 1922	31 D'bre 1923	30 N'bre 1924	30 Abril 1926
DEUDA CONSOLIDADA:						
1, Interna prebélica	frcos. belgas	3785.3	3.725.7	3.679.9	3.648.3	3.620.8
" postbélica	" "	3961.5	6.814.1	6.908.6	6.918.9	7.305.0
2 Exetrna	libras	9.5	8.7	8.3	7.9	16.2
	frcs. franc.	56.2	56.2	456.2	456.2	400.0
	dólares	50.0	73.7	69.9	96.2	603.6
	florines	—	—	44.6	43.5	39.9
DELDA INDIRECTA (1)		807.7	2.914.8	4.164.4	4.156.7	6.365.3
DEUDA FLOTANTE:						
1 Interna	frcos. belgas	7536.6	8.390.3	8.289.6	8.505.6	9.361.5
de la cual, en Bonos Tesoro desc'dos	" "	2148.5	4.163.1	4.133.3	4.766.1	5.539.9
2 Externa	frcos. suizos	—	—	—	10.0	—
	dóls. Canadá	1.9	2.0	2.2	2.3	—
	dólares	8.1	57.0	57.0	30.8	—
	libras	9.5	11.3	9.9	10.5	0.9
Títulos 5 o/o por daños de guerra	frcs. frances.	—	—	118.0	75.0	—
Anticipos de aliados desp. armisticio	frcos. belgas	1187.9	2.627.4	2.874.1	2.949.9	—
	frcs. frances.	191.3	277.6	241.0	241.0	241.0
	libras	7.6	5.0	—	—	—
Gast. arm. tropas belgas en Holanda	dólares	—	—	175.4	175.0	—
	frorines	—	60.1	—	—	—
Anticipos del Banco Nacional	frcos. belgas	5500.0	5.500.0	5.300.0	5.250.0	5.200.0
Totales	frcos. belgas	29277.9	36.545.0	40.941.5	40.674.1	53.351.6

(1) Capitalización de las anualidades adeudadas por canje ferroviario, crédito comunal, etc.
Union des Banques Suisses, fasc. octubre 1926.

Se utilizó ampliamente el recurso de los empréstitos, tanto internos como externos.

La deuda flotante asumió proporciones elevadas a partir del año 1923, en el que, y a continuación de la crisis de desconfianza, que tenía también su origen en el insoluble problema de las reparaciones, los empréstitos a largo plazo ya no lograban colocación.

Se habían cifrado grandes esperanzas en el pago de las reparaciones alemanas, obteniéndose, en cambio, profundas desilusiones. Posteriormente, la ocupación del Ruhr, en la que Bélgica había tomado parte, contribuyó a empeorar la situación.

El franco no podía menos que resentirse ante semejante estado de cosas. La circulación había continuado creciendo en tal forma que alcanzó los 7 mil millones y medio en 1924 (1), y la cotización del franco, relacionada a los valores de los países de moneda sana, presentaba continuas pérdidas (2).

4.—En 1924 se solucionó el problema de las reparaciones, mediante la labor del Comité de Expertos presidido por Dawes, y en enero de 1925, en la Conferencia Financiera de París, Bélgica veía admitido su derecho de prioridad en las reparaciones y reconocida la parte de los pagos alemanes que le correspondían como reembolso de su deuda de guerra con los Estados Unidos de América (3). Solucionado el propio crédito, Bélgica podía afrontar el problema de las deudas bélicas y post-bélicas, consolidar el equilibrio del presupuesto, y preparar así las condiciones necesarias para proceder al saneamiento monetario.

El 18 de agosto de 1925, en Wáshington, después de laboriosas negociaciones, se llegaba a un acuerdo, mediante el cual Bélgica obtuvo una reducción del 40 o/o en su deuda, amortizable en 62 anualidades. La deuda mayor contraída a causa de la guerra quedaba así arreglada (4). En cuanto al crédito menor de Inglaterra (5), se arregló en acuerdo del 31 de diciembre de 1925.

El presupuesto de 1924, no considerando las sumas obtenidas mediante empréstitos, se había acercado al equilibrio; pero para lograrlo era necesario un constante control sobre los gastos y un rendimiento siempre creciente en los ingresos. A ambas necesidades supo responder con su desempeño el Ministro de Hacienda, Janssen.

- (1) Circulación Belga (en millones de francos): 1918, 3.210; 1919, 4.786; 1920, 6.260; 1921, 6.290; 1922 (a), 6.701; 1923, 7.460; 1921, 7.590.

(a), a partir de 1922, la circulación se extiende a Luxemburgo.

- (2) Cotización del franco belga en Basilea (media anual): en 1919, 72.68; 1920, 43.82; 1921, 43.42; 1922, 40.20; 1923, 28.83; 1924, 25.51.
- (3) El tratado de Versalles, artículo 232, hablaba de reembolso directo por parte de Alemania, de las sumas obtenidas por Bélgica de los gobiernos aliados y asociados.
- (4) La deuda belga, con los Estados Unidos, sumaba dólares 377.029.742, distribuidos como sigue:
- | | | |
|---|------------------------------------|-------------|
| 1 | Deudas de guerra: capital, dólares | 171.780.000 |
| 2 | " " postbélicas " " | 205.249.742 |
- (5) La deuda belga, con Inglaterra, sumaba 9 millones de libras.

En noviembre de 1925 presentaba a las Cámaras un presupuesto equilibrado para el año 1926, mediante mayores gravámenes, siendo aprobado por el Parlamento antes de finalizar el año. La obra de saneamiento monetario podía así desarrollarse.

5.—El plan presentado al Parlamento en noviembre de 1925 por el Ministro de Hacienda, Janssen, preveía la abolición del curso forzoso (1), la convertibilidad de los billetes con oro y plata, esta última valuada sobre el precio del oro, el pago de la deuda del Estado con el Banco Nacional, que sumaba 5.680 millones y que tenía su origen, como ya se dijo, en los anticipos concedidos en ocasión del retiro de los marcos alemanes, la estabilización del franco a un curso que sería ulteriormente establecido, la renovación del privilegio de emisión del Banco Nacional, el cual, además, quedaba autorizado a aumentar su depósito de oro, que habría debido figurar en su balance en francos papel al curso corriente, a destinar tal aumento de capital a parciales reducciones de la deuda del Estado y a llevar su capital en acciones de 50 a 200 millones.

Un empréstito externo, fijado, según las negociaciones preliminares con los banqueros extranjeros en octubre de 1925, en 150 millones de dólares, debería ser la base del plan ideado.

Sobre el balance general de pagos, que tanta importancia tiene sobre el valor de la moneda, influiría la política de restricciones de créditos.

Tal es, en sus lineamientos generales, el plan de Janssen. Votadas las leyes indispensables a su ejecución en los primeros meses de 1926, la estabilización podía considerarse próxima. Pero en el mes de marzo se produjo el fracaso. El plan, a pesar de su minuciosa elaboración, presentaba un punto fácilmente vulnerable: la deuda flotante. La falta de normas precisas para su arreglo ocasionó la destrucción de una obra a la cual Janssen había dedicado toda su inteligencia de estudioso y de hombre de negocios.

6.—La elección del tipo de estabilización provocó una violenta oposición al programa del Ministro. El gobierno, que en un primer momento creyó estabilizar el franco a 100 con relación a la libra esterlina, adoptando como índice de estabilización 4, mediante una acción de valorización, en febrero de 1926, al aprobarse el proyecto por el Parlamento, basándose en que desde noviembre de 1925 el franco se mantenía entre 106-107 respecto a la libra, prefirió adoptar esta otra relación.

(1) El curso forzoso fué introducido por Decreto Real, el 2 de agosto de 1914 y confirmado por ley el 4 de agosto del mismo año.

El gobierno cometió el error de dejar conocer sus intenciones, contra las recomendaciones de la Comisión de Hacienda.

Los industriales, irritados por la política fiscal vigente, que parecía querer hacer gravitar sobre ellos todo el peso de la estabilización, se opusieron, por considerar esta relación perjudicial a la economía del país, y reclamaron, en cambio, el curso de 120-125 con la libra.

La presión que se intentó ejercer sobre el ministro fué negativa. Más eficaz resultó la dirigida a destruir la fe del país en el programa de saneamiento monetario.

Las discusiones en la prensa hicieron surgir el temor de una ulterior desvalorización del franco, y ocasionaron inversiones considerables en monedas extranjeras. Del 9 al 15 de mayo de 1926, se calcula en 100 millones de dólares el valor de las monedas cambiadas en el Banco Nacional.

La fuga del franco, facilitada por la especulación, produjo sus efectos sobre el punto vulnerable del plan, cuya aplicación sólo era posible mediante la fe general. La compra de monedas extranjeras, como es natural, determinó la presentación para su reembolso de los Bonos del Tesoro. Los Bancos, por su parte, viendo disminuir sus depósitos, extraídos para la compra de monedas extranjeras, comenzaron, a su vez, a reclamar el reembolso de los Bonos del Tesoro, poseídos como contra-partida de los depósitos a corto plazo. Las demandas de reembolso crecieron así rápidamente, colocando al Gobierno en serios apuros.

La desconfianza se propagó con rapidez al exterior. Los banqueros extranjeros, que para la concesión del empréstito habían exigido, entre otras cosas, la consolidación de los Bonos del Tesoro con vencimiento en diciembre de 1926, se negaron a facilitar nuevos créditos. De los Estados Unidos se anunció la suspensión de cualquier empréstito hasta la ratificación por el Senado americano de la Convención de Wáshington, ratificación que se produce el 26 de abril. De ahí el pánico estallado en la Bolsa el 15 de mayo de 1926, provocando la valorización de la libra de 106,99 a 121,50 y la del dólar de 22,01 a 25,40.

El Ministro cayó, y ya dimitente, hubo de hacer votar por el Parlamento la ley concediendo un anticipo de 1500 millones de francos, que serían facilitados por el Banco Nacional, que ya había otorgado al Estado más de 600 millones para hacer frente a pedidos de reembolso de Bonos del Tesoro.

Terminaba así la primera tentativa de estabilización.

7.—Esta tentativa dejó en el país un estado de profunda desconfianza. El factor moral, que contribuyó al fracaso del programa Janssen, actúa ahora en forma que agrava aún más la situación.

El franco belga continuaba desvalorizándose en relación al dólar. (1).

La inmediata y principal finalidad del Ministro sucesor fué devolver la confianza al país. La elección de un eminente banquero, Francqui, para realizar la obra de saneamiento monetario, no podía haber sido más acertada. Su acción fué desde un principio enérgica y resuelta. Exigió del sistema fiscal mayores rendimientos para aumentar el "Fondo de Amortización de la Deuda Pública", creado por ley del 7 de junio de 1926, con el objeto de proveer a la reducción de la deuda pública interna y externa, a largo y a corto plazo. Se revisaron los impuestos existentes, creándose otros nuevos.

Al crecimiento en las entradas debían corresponder reducciones en los gastos: en consecuencia, se suspendieron los trabajos públicos en ejecución y se redujo el personal y los servicios. Hasta 1929, no podrían emplearse nuevos funcionarios.

Para hacer más rápida la acción de saneamiento, por ley del 16 de julio, se concedieron plenos poderes al Rey, por un período de seis meses.

El Soberano se convertía así en "dictador de las Finanzas".

8.—La obra más interesante en toda esta sucesión de medidas fué el arreglo de la deuda flotante. Esta había sido la causa del fracaso del plan anterior y era preciso adoptar precauciones que imposibilitaran nuevas sorpresas.

Se llegó a ello mediante la industrialización de los ferrocarriles y la conversión de los Bonos del Tesoro en acciones privilegiadas de la nueva Compañía Ferroviaria.

La industrialización de los ferrocarriles ya había sido motivo de estudios por el Ministro Janssen, debido a que los banqueros extranjeros, para conceder el empréstito, querían tener la garantía de que el Gobierno realizaría una buena gestión administrativa (2), que se haría imposible con la organización existente.

(1) Cotización del franco belga, en Nueva York, en los primeros seis meses de 1926:

Enero	{	máxima 4.55 cents.		Abril	{	máxima 3.90 cents.
		mínima 4.53 "				mínima 3.42 "
Febrero	{	máxima 4.55 "		Mayo	{	máxima 3.40 "
		mínima 4.55 "				mínima 2.82 "
Marzo	{	máxima 4.55 "		Junio	{	máxima 3.22 "
		mínima 3.70 "				mínima 2.81 "

(2) Janssen declaró, para desmentir noticias falsas, que los banqueros extranjeros no pretendían mezclarse en la administración de los Ferrocarriles, y que sólo querían del Estado la garantía de una buena gestión administrativa.

La industrialización no fué aceptada sin provocar violentas oposiciones. (1)

Con el decreto del 31 de julio de 1926, se estableció que todos los Bonos del Tesoro a 6 meses, cerca de 4 millones de francos, y los a 5 años, exigibles en diciembre de 1926 (1.800 millones); facultarian a sus tenedores, llegado el 2 de agosto a sustituirlos por acciones privilegiadas de la compañía de ferrocarriles, o a convertirlos en Bonos del Tesoro, sin fecha fija de reembolso.

La operación resultó en un todo de acuerdo con lo que esperaba el gobierno. Aproximadamente, 4.500 millones de francos fueron transformados en acciones privilegiadas y sólo 1.462 millones quedaron invertidos en Bonos del Tesoro del nuevo tipo. Las condiciones con que se ofrecía la conversión de los Bonos en acciones privilegiadas, presentaban ventajas que ciertamente no ofrecía la consolidación de los títulos anteriores.

En realidad, las acciones privilegiadas reedituan un 6 % de interés, además del derecho de participar a un dividendo equivalente a la mitad de los beneficios netos de la compañía, una vez efectuadas las extracciones estatutarias. Son amortizables a la par mediante sorteos, a partir del 1.º de septiembre de 1897, en razón, por lo menos, de 1/65 anual de capital nominal emitido. Por otra parte, el Estado garante el interés fijo y la amortización al cambio de 175 francos por libra esterlina.

El nuevo tipo de Bonos del Tesoro, en cambio, devenga el 5 % de interés y los títulos serán reembolsables por sorteos a medida que las disponibilidades del Fondo de Amortización de la Deuda Pública lo consientan. Su única ventaja, si tal puede llamarse, es la de permanecer "títulos del Estado."

9. — La acción de Francqui, dirigida a la consolidación del equilibrio, se ejerció, igualmente, sobre el balance general de pagos.

La balanza comercial belga, a partir del período prebélico, permanecía en constante desequilibrio.

El siguiente cuadro indica el porcentaje de las exportaciones en relación a las importaciones.

(1) Los obreros del arsenal de Cuesmes desfilaron por las calles de Mons con carteles que llevaban por inscripción: "Nuestros Ferrocarriles no serán de los banqueros". Los del arsenal de Malines el 10 de marzo de 1926, se declararon en huelga de protesta. Los funcionarios de los P. T. T. amenazaron con la huelga general, si el gobierno hacía votar al Parlamento la Industrialización de los Ferrocarriles.

**PORCENTAJE DE LAS EXPORTACIONES CON
RELACION A LAS IMPORTACIONES**

1919	45,8 %
1920	68,3 %
1921	71,3 %
1922.....	{ Bélgica, 4 primeros meses... 66,7 %
	{ Luxemburgo, ídem 55,8 %
	{ Unión Belga - Luxemburguesa, 8 últimos meses 67,9 %
1923.....	(12 meses de la Unión Belga Luxemburguesa) 73,6 %
1924.....	(12 meses de la Unión Belga Luxemburguesa) 79,2 %
1925.....	(12 meses de la Unión Belga Luxemburguesa) 81,6 %

En los años que precedieron a la guerra, las exportaciones representaban sólo el 82 % de las importaciones, y en 1925, el porcentaje que se refiere al comercio de la unión aduanera Belga-Luxemburguesa, era del 81,6 %.

El desequilibrio de la balanza comercial, según cálculos efectuados por Baudhuin para estos últimos años, puede, sin embargo, considerarse cubierto por las exportaciones invisibles. En efecto, mientras que el desequilibrio de la balanza comercial en 1924 fué de 3.600 millones y en 1925 se calcula en 3.100, la balanza invisible de Bélgica, calculada sobre la base del dólar a 20 francos, para los años 1924 y 1925, da un saldo favorable de 3 mil millones.

**BALANZA INVISIBLE BELGA, CALCULADA SOBRE LA
BASE DE 1 DOLAR CADA 20 FRANCOS**

HABER	Millones de francos
Fletes	400
Ahorros de emigrantes	800
Tránsito	400
Turistas	800
Prestaciones normales de Alemania	500
Rentas de los créditos externos	750
Total	3 650
DEBE	
Deuda externa	550
Gastos de belgas en el extranjero	100
Total	650
SUPERAVIT	3.000

El balance general de pagos puede así considerarse equilibrado, sobre todo si tenemos en cuenta también la inferior avaluación de las exportaciones, hecho que ha sido afirmado por el insigne estadístico belga Camilo Jacquart.

Contribuyó a reforzar este equilibrio el ministro Jaspas, imponiendo reducciones a los consumos.

10. — Para que pudiera realizarse el saneamiento monetario, se imponía la reorganización del Instituto de Emisión.

El Banco Nacional Belga, cuyo derecho de emisión con vencimiento en 1929, fué prorrogado hasta 1952, aumentó su capital a 200 millones de francos, adoptándose medidas para independizarlo de cualquier influencia del Estado.

El porcentaje de reserva fué fijado en un 40 %. Su crédito hacia el Estado deberá liquidarse rápidamente, mediante el empréstito exterior de 100 millones de dólares y la mayor suma obtenida de la revalorización del encaje metálico. Este crédito, que sumaba 9.705 millones de francos, vendrá a quedar reducido a 2 mil millones, que serán reembolsados gradualmente.

Concurrirán a reforzar aún más el Banco las aperturas de crédito que la Federal Reserve Bank de Nueva York, el Banco de Inglaterra, el Banco de Francia, el Banco Imperial del Japón, el Reichsbank, los bancos centrales de Holanda, Suecia, Hungría y Austria, por acuerdo del 25 de octubre de 1926 se comprometieron a conceder, sea bajo la forma de anticipos, sea bajo la forma de redescuentos.

11. — Reembolsada la mitad de la deuda flotante externa y preparada la liquidación del remanente, asegurado el apoyo extranjero por el empréstito, la estabilización fué decidida por decreto del 25 de octubre de 1926.

El franco fué estabilizado al cambio de 175 por libra esterlina, y se introdujo una nueva unidad monetaria, el Belga, igual a gr. 0,209211 de oro fino y equivalente a 5 francos papel estabilizado.

La paridad de la nueva moneda con el dólar viene a ser de 7,19193 Belgas y con la libra, de 35 Belgas.

La introducción de la nueva unidad monetaria, que es solo una parte de la prebélica, 72,05 centésimos, no puede encontrar razones que la que justifiquen, sino en el estudio para impedir un alza muy fuerte en los precios, dado que es la unidad monetaria aquella que constituye la unidad de gasto.

El empréstito de estabilización emitido el 27 de octubre fué inmediatamente cubierto (1). El tipo de colocación de

(1) Repartición del Empréstito Belga de Estabilización entre los varios Estados:

Estados Unidos	dólares	50.000.000
Inglaterra	libras	7.250.000
Holanda	"	1.250.000
Suiza	frs. suíz.	32.000.000
Suecia	coronas	9.000.000

la emisión fué de 94. El reembolso, a efectuarse en las mismas monedas en el año 1956, será a 105. El interés es del 7 %.

Tan excelentes condiciones no podían ocasionar dudas sobre su resultado. El ministro Jaspar llevaba así a feliz término la obra iniciada por Janssen.

12. — La experiencia belga nos habla de una estabilización que fija una situación de hecho, sin tratar de modificarla.

El principio que inspiró la obra de Francqui lo llevó a estabilizar el valor de la moneda en el punto a que hubiese llegado, sin preocuparse de la posibilidad presente o futura de un mejoramiento.

La estabilización belga es, si se nos concede la expresión, desvalorizadora por excelencia, por cuanto no se preocupó sino de consolidar la situación que un conjunto de circunstancias, entre ellas la especulación, había venido creando. No se ha buscado valorizar la moneda hasta el límite consentido por las condiciones económicas del país, ni se ha dejado el camino abierto a una posible y futura valorización, desde que se ha procedido a la introducción de una nueva unidad monetaria.

No creo que el principio inspirador de la política monetaria belga pueda tener muchos sostenedores.

Si es verdad que la estabilización a un tipo de cotización que se ha mantenido por varios meses es, sin duda alguna, una garantía de adaptación de las condiciones del país al valor de moneda, adaptación que será tanto más general cuanto mayor haya sido el tiempo que la moneda se ha mantenido en relativa estabilidad, es también cierto que una valorización bien dirigida puede llegar a sanear la moneda despreciada, dando lugar a un nuevo equilibrio sin particulares sacudimientos en el organismo económico del país.

Bélgica no ha considerado este problema. Solo existió un esbozo del mismo, cuando Janssen, en la faz preliminar de su realización, pensó reconducir el franco a 100 en relación con la libra.

No se buscó el cumplimiento de las obligaciones contraídas, en la forma más conforme con el interés de los tenedores de papel moneda. El poseedor del ahorro ha visto en la obra del gobierno una acción de tutela contra futuras desvalorizaciones, no la acción para una valorización de sus bienes.

El primer plan de estabilización, estudiado por la inteligencia aguda de Janssen, reveló su debilidad en la falta de consolidación de la deuda flotante, que constituye, en realidad, una continua amenaza de inflación.

La menor desconfianza basta para determinar la afanosa demanda de su reembolso, obligando al gobierno a nuevas emisiones. El Bono del Tesoro es la letra de cambio emitida por el Estado, y como tal, representa una obligación de pago a corto plazo, cuyo cumplimiento obliga a recurrir al

Instituto de Emisión, con el consiguiente aumento de emisión de papel moneda.

Aumenta así la circulación de papel moneda por cuenta del Estado, influyendo, por su falta de elasticidad, en forma perjudicial sobre las cotizaciones.

No puede prosperar, por consiguiente, una acción dirigida al saneamiento monetario, si previamente no se aleja el peligro que representa la deuda flotante.

La obra de Janssen se complementó con la acción del ministro Jaspas, que proveyó a la conversión y consolidación forzosa de los Bonos del Tesoro.

Si dura fué la medida, fué, sin embargo, necesaria.

La historia económica de las naciones está enlazada, entretrejida, de sacrificios individuales por el bien de la colectividad. El poseedor de Bonos belgas fué sacrificado no en sus bienes, pero sí en su inmediata disponibilidad; salvándose la nación del peligro de una nueva inflación, con el consiguiente perjuicio para la colectividad.

El proceso de estabilización, iniciado con el equilibrio del presupuesto y el arreglo de las deudas externas, detenido en forma violenta por la oposición de los grupos industriales y bancarios, reiniciado con energía, ha conducido a Bélgica a la meta deseada.

De la faz preparatoria se ha pasado a la experimental, y las medidas adoptadas pueden constituir la garantía para su buen éxito.

La nueva moneda ha sido recibida favorablemente por el mundo financiero. Después de mínimas oscilaciones con relación al dólar, entre 13,93 y 13,85 cents. en los primeros días de su circulación se ha mantenido alrededor de 13,91 cents., a partir de la segunda quincena de noviembre.

Una duda podría surgir con respecto al balance de pagos, que en los años venideros sentirá el peso de los elevados intereses del empréstito. Solo una acción enérgica de compresión de los títulos pasivos y de expansión de los activos impedirá un desequilibrio que podría traer graves perjuicios a la estabilidad de la moneda.

La experiencia belga debe hacer meditar a los países que orientan sus esfuerzos hacia el equilibrio monetario.

Pavía. — "R. Universidad".

Eraldo FOSSATI.

(Traducción del "Giornale degli Economisti e Rivista di Statistica, Febrero 1927, por E. M.)
