

1943

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 Tardif
Por el Centro de Estudiantes

Año XVI

Mayo 1928 Serie II - N° 82

DIRECCION Y ADMINISTRACION
CALLE CHARCAS 1835
BUENOS AIRES

El plan brasileño de retorno al patrón oro

Hace más de un año, el Brasil ha votado las leyes necesarias para restablecer el patrón oro. Desde entonces, se han promulgado dos importantes decretos de ejecución, relacionados con la reforma monetaria, y el gobierno ha adoptado un cierto número de medidas, tendientes a la aplicación de la legislación monetaria: entre estas medidas, merecen destacarse las negociaciones preliminares a la emisión de un gran empréstito de estabilización.

Durante todo este periodo, el cambio se ha mantenido con cotizaciones muy aproximadas a la nueva paridad del mil reis, fijada por la ley en 5, 29/64 d. más o menos, 11,97 centavos de dólar. Con una moneda que cuenta con más de un año de estabilización, y una legislación que, de ponerse en pie de ejecución, restablecería el patrón oro integral, resulta en estos momentos de interés sintetizar la historia reciente de la moneda brasileña y examinar las medidas adoptadas, tendientes a la restauración del patrón oro.

Síntesis de la historia monetaria brasileña hasta 1914

Después de un prolongado período de desórdenes monetarios, el valor legal del milreis, la unidad monetaria brasileña, había sido fijado en 27 d. en 1845. Pero desde esa fecha hasta la caída del Imperio, en 1889, la moneda no era íntegramente convertible en oro. Las cotizaciones del cambio variaban considerablemente, permaneciendo por debajo de la par la mayor parte del tiempo, llegando a descender, durante la guerra del Paraguay, a menos del curso de 17 d. Estos períodos de depreciación fueron siempre seguidos de movimientos de alza, y en 1889, el valor del milreis llegó a sobrepasar su valor par con la libra, durante un cierto tiempo.

Pero ocurrida la caída del Imperio, ese mismo año se entró en un período de excesos y de abusos monetarios y financieros, que originaron, entre otros males, la emisión de grandes cantidades de papel moneda inconvertible bajo la forma de billetes del Tesoro, que causaron, en menos de diez años, la depreciación del milreis hasta cotizarse éste a menos de 6 d., curso que alcanzó en 1898.

A estos desórdenes financieros siguió un período durante el cual el gobierno se esforzó por restaurar el valor oro del milreis, y más tarde, por asegurar la estabilidad monetaria. Mediante empréstitos externos y el retiro de una parte del papel moneda en circulación, la cotización del milreis pudo mejorar de 6 d. a que se cotizaba en 1898, a más de 15 d. en 1905. Esta suba del cambio no fué acogida favorablemente por una buena parte de la población brasileña, y menos aún por los plantadores de café del Estado de San Pablo. La situación del Brasil en ese momento era comparable a la situación de la Argentina algunos años antes, donde la valorización rápida del peso, después de su violenta baja a principios del siglo XIX, llevó a la creación de la *Caja de Conversión*, destinada a impedir una mayor alza del valor del peso. Teniendo ante ellos el ejemplo de la experiencia reciente de sus vecinos del sud, en 1906 los brasileños hicieron votar una ley creando la *Caixa de Conversão*, que emitiría un monto limitado de billetes convertibles en oro contra depósitos de oro, al cambio de 15 d. por milreis.

Esta nueva institución no debía procurar, desde el momento mismo de su creación, una solución definitiva al problema monetario; no tenía por obligación reembolsar en oro sino los nuevos billetes emitidos por ella, y por consiguiente, no aseguraba el mantenimiento del curso del cambio a 15 d.; sólo aseguraba la emisión de un monto limitado de moneda contra depósito de oro, y por consiguiente, no habría impedido el alza del cambio más allá de los 15 d., en el caso en que hubiese habido una gran expansión del volumen de los negocios o un alza del nivel general de precios mundial.

Hacia 1910, las necesidades monetarias del país se habían desarrollado hasta el extremo de superar las cantidades de moneda que la Caja de acuerdo con su constitución, podía emitir, y ese año, el cambio superó los 16 d. Hubo entonces un compromiso o convenio entre aquellos que deseaban una mayor valorización del milreis, y los que preferían un curso de cambio menos alto. Este compromiso admitía la emisión ilimitada de billetes reembolsables en oro por la Caja, al cambio de 16 d.

Semejante medida establecía de hecho, si no en forma legal, el patrón de oro, y en ese momento todo hacía pensar que este nuevo patrón oro sería mantenido en forma permanente. Es natural que si los pedidos de monedas extranjeras hubiesen sido tan considerables como para dar lugar al reembolso de todos los nuevos billetes convertibles en oro, los billetes inconvertibles que hubiesen quedado habrían podido depreciarse por debajo del cambio 16 d. Pero feliz-

mente, esta situación no se produjo con anterioridad al año 1914, y teniendo en cuenta el alza general de los precios en oro y el aumento de la actividad económica del Brasil, existían pocas razones para creer que semejante situación se habría alguna vez producido. En el momento en que estalló la guerra mundial, el régimen monetario comprendía los billetes convertibles de la *Caixa de Conversão* y los billetes inconvertibles de emisiones anteriores a la creación de la Caja, que circulaban a la par con los convertibles.

Las consecuencias monetarias de la guerra

La guerra ha originado en el Brasil, como en todas las repúblicas sudamericanas, una crisis de orden monetario y financiero. La Caja fué cerrada poco después del comienzo de las hostilidades, y el cambio, bajo la influencia de una reducción de las exportaciones de productos brasileños y por consiguiente, una disminución del monto de letras sobre el exterior, cayó más abajo de 24 centavos de dólar a fines de 1915 (1). Pero después de un año de guerra, la situación del Brasil fué bien distinta a la de sus vecinos sudamericanos. La Argentina, el Uruguay, Chile y el Perú, y en menor grado los otros países, conocieron, después de la depresión de 1914, un período de gran demanda para sus productos, de parte de las naciones beligerantes, particularmente de nitratos, cobre, carnes y azúcar, a precios cada vez más altos. Pero los dos productos principales del Brasil, el café y el caucho, obedeciendo a circunstancias especiales, tuvieron que reducir su producción. Estas circunstancias fueron el cierre de los grandes mercados de Europa Central para el café, y para el caucho, la aparición en el mercado mundial de la producción de las plantaciones de las Indias Orientales, a cuya explotación se diera comienzo algunos años antes. Estos factores hubiesen sido la causa de una depreciación temporaria de la moneda brasileña, pero fueron agravados por las diversas emisiones de papel moneda realizadas por el gobierno brasileño para colmar los déficits del presupuesto y para ayudar al Estado de San Pablo a sostener los precios del café.

Estas emisiones de papel moneda, durante la guerra, llegaron casi a duplicar el monto de la circulación, que al 1º de enero de 1919 alcanzaba a 1.700.007.000 mil reis, comparados con 896.835.000 mil reis al 1º de enero de 1914, dando por resultado que el cambio brasileño haya permanecido durante toda la guerra entre 22 y 28 centavos de dólar, mientras que las monedas del Perú, Chile, Argentina y el Uruguay se valorizaron por encima de su paridad de ante-guerra.

(1) A causa de las fluctuaciones del valor del oro de la libra después de 1914, todas las cotizaciones lo son en función del dólar, a partir de esa fecha.

Durante el breve período de prosperidad del año 1919, el milreis readquirió una parte de su valor oro, cotizándose a 33 centavos de dólar en diciembre de ese año. Pero la depresión mundial de 1920 y 1921, y las nuevas emisiones de papel moneda, hicieron caer rápidamente el cambio brasileño, y el milreis se cotizó a menos de 11 centavos de dólar a mediados de 1921.

En los años de guerra, y en el período que inmediatamente le sigue, el Gobierno no tomó ninguna medida para resolver el problema monetario, si bien es cierto que se adoptaron algunas disposiciones para reducir la cantidad de papel moneda en circulación. Pero fué sólo un gesto simbólico, desde que nuevas emisiones compensaron las reducciones conseguidas.

Después del cierre de la *Caixa de Conversao* en 1914, el gobierno siguió una política de reducción gradual del circulante, mediante rescate, a la tasa corriente del mercado, de los billetes *convertibles*, y hacia el comienzo del año 1921, el monto de estos billetes en circulación, que se había elevado a 295.347 contos (1) al 1º de enero de 1914, había sido reducido a 19.329 contos. Posteriormente, en el mes de noviembre de 1920, se votó una ley que estipulaba el retiro gradual de los billetes del Tesoro que aún permanecían en circulación, y preveía la creación de un Departamento especial de redescuento vinculado al Banco del Brasil, institución semipública, pero que no tenía en esa época el derecho de emisión.

Este Departamento debía emitir papel moneda contra redescuento de documentos comerciales de los bancos y particulares. En aplicación de este plan, se efectuaron algunos pequeños retiros de billetes del Tesoro, pero las emisiones de billetes realizadas por el Departamento de Emisión y Redescuento fueron muy superiores a los retiros, resultando un aumento del total de papel moneda en circulación en 1920 y 1921.

El programa de Reforma Monetaria en 1923

Una parte del programa del nuevo gobierno que subió al poder a fines de 1922, con la presidencia del Dr. Bernardes, consistía en poner fin a la inflación y aumentar el valor oro del milreis. Como ocurre siempre, la depreciación de la moneda había originado un gran número de otros problemas. El gobierno, que debía realizar importantes reembolsos de su deuda externa, era incapaz de equilibrar su presupuesto, mientras por otra parte, el aumento del costo de la vida creaba un descontento y un malestar visible en la población.

La primer medida del nuevo gobierno fué hacer votar,

(1) El conto equivale a 1.000 milreis.

en enero de 1923, una ley que autorizaba la conclusión, bajo ciertas condiciones, de un contrato con el Banco del Brasil, por el cual el gobierno abandonaba su derecho de emitir billetes y acordaba el privilegio al Banco por diez años.

El Banco debía limitar sus emisiones al triple de sus reservas a oro, sobre la base de un valor oro de 12 d. por mil reis, y recibir del Tesoro, como pago íntegro de la deuda del gobierno con el Banco, 10 millones de libras retenidas anteriormente por la *Caixa de Conversão*. En ningún caso las emisiones del Banco podían superar de 600.000 contos. El objeto de esta medida debía ser el restablecimiento del patrón oro a una nueva paridad de 12 d. (24,33 centavos de dólar), pero los reembolsos en metálico no debían reiniciarse hasta que el curso de 12 d. se hubiese mantenido durante tres años, que se hubiese acumulado una reserva de oro de un 60 o/o, y que el gobierno considerase que las condiciones económicas serían favorables al retorno al patrón oro.

Se tomaron disposiciones para el retiro de los billetes del Tesoro en circulación, mediante los beneficios que el gobierno realizaría en su calidad de accionista del Banco del Brasil y con las sumas anualmente votadas con ese fin en el presupuesto federal.

Como el mil reis se cotizaba en esos momentos a menos de 11 centavos de dólar, el éxito de un plan que tuviera por objeto una fuerte desinflación era dudoso, teniendo en cuenta, además, la oposición de poderosos intereses económicos, representados por los plantadores del Estado de San Pablo.

La ejecución del programa de reforma de 1923

El plan de reforma monetaria encarado en el momento en que se realizó este acuerdo, no fué feliz. La situación financiera del Gobierno Nacional impidió por dos años la ejecución íntegra del programa de desinflación, no observándose ninguna mejora en los cambios. En realidad, continuó la inflación hasta fines de 1924, época en que se procuró llegar a una desinflación que alcanzó resultados concretos, aumentando el valor del mil reis. Pero esta revalorización dió origen a una violenta oposición popular, y el programa de desinflación fué abandonado.

A fines de 1923 y en 1924, hubo un aumento considerable en el volumen de papel moneda en circulación, como resultado de emisiones realizadas por el Banco del Brasil para satisfacer las necesidades financieras del gobierno, originadas en los desórdenes políticos del Estado de San Pablo. Por una ley especial, el Banco había sido autorizado a aumentar momentáneamente sus emisiones de billetes, superando la

cifra de 600.000 contos fijada en el acuerdo de 1923, y a fines de 1924, las emisiones del Banco se elevaban a 726.862 contos, reduciéndose más tarde a menos del límite establecido. Del 1º de enero de 1923 al 1º de enero de 1925, el papel moneda en circulación creció de 2.233.104 contos a 2.963.996 contos, experimentando un aumento superior a un 35 %. En el mismo período, el cambio no experimentó casi ninguna mejora, y durante una parte considerable de los dos años que siguieron al mes de mayo de 1923, el mil reis se cotizó a menos de 10 centavos de dólar.

En diciembre de 1923, una Comisión Financiera británica, integrada por el Hon. E. S. Montagu, Sir Charles Addis, Lord Lovat, Sir William Mac Lintock y M. Hartley Withers, vino al Brasil a invitación del gobierno, y realizó un estudio sobre las condiciones financieras del país. En su informe, publicado en junio de 1924, se formulaban recomendaciones relativas a las reformas a realizar en el presupuesto de gastos y cálculo de recursos; pero en lo que respecta a cuestiones monetarias y bancarias, se limitaba a aprobar los principios del plan de reforma encarados en el reciente acuerdo celebrado con el Banco del Brasil. Ningún comentario se hacía sobre la importante cuestión del tipo de estabilización.

A fines de 1925, se emprendió una activa política de desinflación. Si bien no existían declaraciones oficiales, era opinión corriente de que el gobierno encararía la estabilización de la moneda al tipo de 8 d. (16,2 centavos de dólar). Mediante reducciones en la circulación de billetes de banco y de billetes del Tesoro, el total de la circulación fiduciaria disminuyó de 2.975.000 contos a fines de diciembre de 1924, a 2.707.000 contos a fines de 1925 y a 2.581.000 contos el 1º de octubre de 1926. Se podrá observar que la circulación de billetes, aún después de esta desinflación, era superior al total en circulación en los momentos de iniciación del nuevo plan de reforma de 1923. Esta desinflación muy moderada — sólo había conducido a una reducción del 15 % en la circulación — determinó el alza rápida de los cambios. Estos se elevaron de 10,31 centavos de dólar, en mayo de 1925, a 15,56 centavos en mayo de 1926, debiendo atribuirse semejante alza, sin duda alguna, en parte a actividades especulativas, basadas en la previsión de la estabilización a 8 d., que parecía ser la intención del gobierno, y en parte también a los considerables empréstitos externos, acordados al Brasil en 1925 y 1926.

Hubo en octubre, noviembre y diciembre de 1926, una violenta caída del cambio, y la media mensual para diciembre fué de 11,85 centavos de dólar, comparada con la de 15,19 centavos en septiembre. La principal explicación de esta fuerte depreciación no debe buscarse en un cambio

apreciable de la situación comercial o de la circulación monetaria, sino en la opinión, muy generalizada, de que el nuevo Presidente electo, Dr. Wáshington Luis, era partidario de un tipo de estabilización inferior a 8 d.

La nueva legislación sobre el patrón oro

El Presidente Wáshington Luis, que entró en funciones en noviembre de 1926, presentó de inmediato un nuevo programa para la solución del problema monetario. El punto esencial de este programa era la estabilización a un tipo aproximado a 6 d. (12 centavos de dólar), y las disposiciones esenciales del plan se fijaban en la ley del 18 de diciembre de 1926 y en dos decretos de ejecución, del 5 de enero de 1927.

Los puntos esenciales de esta ley y de estos decretos, pueden ser resumidos como sigue:

- a)—Se adopta el patrón oro, conteniendo el mil reis 200 miligramos de oro, con 9|10 de fino, siendo igual a 5 29|32 d. ó 11,97 centavos de dólar.
- b)—Habrà una nueva unidad monetaria, el *cruzeno*, cuyo valor será determinado más tarde (no se ha tomado ninguna decisión oficial fijando el valor del *cruzeiro*, pero se cree que será de 10 mil reis).
- c)—El Banco del Brasil comprará y venderá monedas extranjeras por cuenta del Tesoro, con el fin de mantener un tipo de cambio que corresponda a la nueva paridad del mil reis.
- d)—Una oficina de Estabilización — *Caixa de Estabilização* — emitirá billetes contra entrega de oro al tipo fijado por la ley. Este oro deberá ser remitido efectivamente al Brasil, salvo que en ciertas condiciones se pueda efectuar depósitos en oro en una de las sucursales de la Oficina de Nueva York o Londres. Estos billetes son convertibles a la vista y en oro en Río de Janeiro, pero pueden ser reembolsados, si el portador lo solicita, en efectos a la vista y a la par, contra oro en Nueva York o en Londres. Esta Oficina puede ser absorbida por el Banco del Brasil, previa revisión del acuerdo entre el gobierno y el Banco.
- e)—Tan pronto como el acuerdo entre el gobierno y el Banco del Brasil pueda ser revisado, el gobierno retomará los 10 millones de libras que han sido depositados en el Banco en 1923, y asumirá al mismo tiempo la responsabilidad de los billetes del Tesoro en circulación.
- f)—Los billetes actualmente en circulación — es decir,

- los billetes del Tesoro y los del Banco del Brasil — serán convertibles en una fecha que será fijada con seis meses de anterioridad por el Presidente.
- g)—Cuando la conversión se haya realizado, el Presidente tomará disposiciones para la acuñación de nuevas monedas de oro, de plata y moneda divisionaria.
- h)—El embargo sobre las exportaciones de oro será levantado.
- i)—El Presidente está autorizado a negociar un empréstito externo que permita llevar a buen término este programa.

Como lo hacía notar el Presidente Luis en su mensaje al Congreso, la reforma comprende tres grupos de operaciones distintas: 1º la estabilización, 2º la conversión, y 3º la acuñación del *cruzeiro*.

El nuevo milreis ya no será, como lo era el antiguo, un múltiplo exacto de la unidad monetaria inglesa. En realidad, no es múltiplo exacto de ninguna de las monedas que se cotizan en los mercados mundiales, lo que es contrario a la práctica universalmente adoptada por los países sudamericanos. La adopción del título de 900 milésimos, que es el de las monedas de oro de los Estados Unidos, es también un cambio, desde que las antiguas monedas de oro eran de título $916 \frac{2}{3}$ milésimos, que es el título de las monedas de oro inglesas.

Se han formulado algunas críticas, especialmente entre los extranjeros que poseen intereses en el Brasil, contra el menor valor oro dado al milreis, que se juzga poco elevado, y se pretende que el tipo de 8 d. hubiese sido preferible.

No obstante, prevalece el sentimiento general, aún entre aquellos que eran partidarios de un tipo más elevado, de que si la estabilización puede realmente convertirse en un hecho, un tipo poco elevado es siempre preferible a las constantes fluctuaciones del papel moneda, agravadas por la amenaza de una mayor depreciación.

Un punto interesante del programa de reforma, es la intención de adoptar el patrón oro en su forma más rigurosa, con una gran reserva de oro acumulada en el país, y asegurada una fuerte circulación de monedas de oro, en lugar del patrón oro de cambio modificado, con una gran parte de las reservas de oro depositadas en el exterior. El plan brasileño rompe con una tendencia cada vez más en boga en América del Sud, pues durante los últimos cinco años, Colombia, Chile y el Ecuador, han adoptado todos, con excelentes resultados, una forma modificada del patrón oro de cambio, conservando una buena parte de sus reservas a oro, en el exterior. La idea fundamental del plan de reforma

brasileño parece ser la de librarse de esta dependencia de los centros extranjeros, si bien en el terreno económico hubiese sido a la vez menos oneroso y más seguro para el Brasil, imitar el ejemplo de Colombia, Chile y el Ecuador. Han predominado en el plan brasileño razones de evidente espíritu nacionalista, y en parte, ese fetichismo del oro que quiere que el metal precioso se guarde en el país mismo con el fin de inspirar confianza en la moneda. De acuerdo con esta política, el Gobierno Federal ha adquirido recientemente, 36 millones de dólares oro en Nueva York, importando buena parte al país. Análogamente, ha importado fuertes cantidades de oro de Europa y del Africa del Sud.

El programa de reforma, en la forma como se presenta actualmente, no prevé ninguna medida que tienda a una reorganización del sistema bancario. El ajuste del papel moneda en circulación, debe hacerse, como antes de 1914, por el depósito y el retiro efectivo de oro, y todos los nuevos billetes emitidos deben cubrirse en un 100 % con oro. Es cierto que existe una disposición en la nueva ley que permite, en tiempos anormales, que los depósitos de oro se hagan en Nueva York o en Londres. La *Caixa de Estabilização* ha reabierto una Oficina en Londres, y en virtud de una reciente decisión del Ministerio de Finanzas, el oro puede ser depositado en la Oficina de Londres, y los billetes convertibles pueden ser obtenidos en el Brasil. Queda por ver, no obstante, si sólo hay aquí una acción temporaria, o si la emisión de billetes contra depósitos de oro en el extranjero debe ser una parte permanente del nuevo sistema monetario. De cualquier modo, la emisión de billetes se basa en el *currency principle*, es decir, que la emisión de billetes más allá de un cierto límite, no puede hacerse si no se cubre en un 100 % con oro. Es el principio en virtud del cual funciona el Banco de Inglaterra, pero que ha tenido pocos partidarios en las más recientes reformas monetarias.

La nueva legislación dispone que una vez reiniciados los pagos en metálico, la *Caixa de Estabilização* podrá funcionar con el Banco del Brasil. De las informaciones de que disponemos, no es posible saber si funcionará entonces como el Departamento Emisor del Banco de Inglaterra, o si habrá una reorganización del Banco del Brasil en Banco Central de un tipo más moderno.

Funcionamiento del programa de reforma

La *Caixa de Estabilização* fué abierta en abril de 1927, y posteriormente, se han realizado importantes depósitos de oro. La mayor parte de estos depósitos han sido realizados mediante el producto de empréstitos externos, en particular

con el empréstito de estabilización emitido en octubre de 1927 por el Gobierno Federal, y al cual haremos alusión. El 7 de enero de 1928, estos depósitos se elevaban a 436.000 contos, y un monto igual de billetes convertibles había sido emitido contra entrega de esos depósitos. Estos billetes convertibles equivalen actualmente a más del 15 % del total del papel moneda brasileño en circulación. A pesar de este aumento de la circulación, el mil reis se cotiza en estos momentos — 9 de febrero — por encima de la nueva paridad oro. Por otra parte, el tipo de estabilización, elegido un poco más abajo de la tasa media de cotización del mil reis en 1926, justifica este aumento de la circulación monetaria, y está de acuerdo con lo previsto.

Un decreto reciente, fechado el 7 de enero de 1928, organiza en una forma interesante la liquidación de la antigua *Caixa de Conversão*. Como lo hemos hecho notar más arriba, el gobierno, mediante compras, había retirado de la circulación casi todos los billetes convertibles de la antigua *Caixa*, y en 1923 había girado al Banco del Brasil los 10 millones detenidos hasta entonces por la *Caixa*. Quedan aún 7.000 contos de estos antiguos billetes convertibles que serán reembolsados y que por el decreto del 7 de enero deben ser pagados a su valor oro de 16 d. Como es natural, el único resultado práctico es que sólo algunas personas privilegiadas obtienen un beneficio, pero el gobierno puede decir que, técnicamente, él ha reembolsado a la par todos los billetes emitidos por la antigua *Caixa de Conversão*.

Cuando, en 1926, se votó la nueva ley monetaria, el obstáculo más serio que se oponía al retorno a los pagos en metálico, consistía en la ausencia de una reserva de oro suficiente. La única reserva de oro estaba constituída por los 10 millones de libras que habían sido depositadas en el Banco del Brasil en 1923. Esta suma era igual a un poco más de 400.000 contos, o sea, aproximadamente, el 15 % del papel moneda en circulación. No se podía pensar en reiniciar los pagos en metálico con una reserva tan exigua. En octubre de 1927, el Brasil emitió un gran empréstito externo — el mayor en la historia financiera de este país — con el objeto de asegurar la estabilización, y del cual 41.000.000 de dólares fueron colocados en Nueva York y 8.500.000 libras en Londres. El producto neto de este empréstito se elevó a cerca de 72.000.000 de dólares, o sea, aproximadamente 600.000 contos. Este monto, unido a los 400.000 contos detenidos por el Banco del Brasil, aseguraba una reserva de oro disponible de 1.000.000 de contos, aproximadamente el 35 % de la circulación. Una gran parte del producto de este empréstito ya ha sido introducido al Brasil en forma de oro metálico y depositado en la nueva

Caixa de Estabilização.

Una reserva de oro del 35 % era el mínimo absoluto con el cual se podía reiniciar la convertibilidad de los billetes, y es de desear que esta reserva sea mucho más fuerte cuando se reinicien los reembolsos, después de un período tan prolongado de inconvertibilidad. Quizás el gobierno está en situación de obtener nuevos créditos en oro para la estabilización, o pueda constituir reservas suplementarias de metálico mediante recursos de presupuesto. El mensaje del Presidente Luis al Congreso, en mayo de 1927, así como los recientes informes llegados del Brasil, no indican, sin embargo, que el gobierno tendría la intención de restablecer la convertibilidad de inmediato. Pero que se restablezca la convertibilidad en 1928, o que se esperen aún algunos años, opinamos que, de todas maneras, deberían aportarse dos modificaciones al programa. La primera es la reorganización del Banco del Brasil en un Banco Central verdadero, con el privilegio exclusivo de la emisión de billetes. La segunda es la adopción de la forma modificada de patrón oro de cambio, que permitirá al Banco del Brasil, suponiendo que el Banco se ocupe de las operaciones de restablecimiento de la Conversión, formar reservas de oro en el exterior, que podrían gozar de interés, y establecer la convertibilidad de billetes en efectos sobre Nueva York o sobre Londres. Sería una gran economía para el Brasil, que tiene gran necesidad de realizarlas, y se evitarían así fuertes pedidos de reembolso, hechos con el único fin de tesorizar. De todos modos, existe aún más de un problema a resolver, antes que el patrón oro se establezca firmemente en el Brasil.

Frank W. FETTER

Universidad de Princeton. E. U. de A.

(Traducido de la "*Revue Economique Internationale*".
Vol. I, Nº 2, Febrero 1928, por E. M.).