

12493

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. José León Suárez
Por la Facultad

Alfredo H. Berros
Por el Centro de Estudiantes

Carlos E. Daverio
Por el Centro de Estudiantes

REDACTORES

Dívico A. Fürnkorn
Mario V. Ponisio
Por la Facultad

Luis J. Mancini
Por el Centro de Estudiantes

Francisco A. Duranti
Por el Centro de Estudiantes

Año XVI

Noviembre 1928

Serie II, N° 88

DIRECCION Y ADMINISTRACION
CALLE CHARCAS 1835
BUENOS AIRES

2494

“Moneda y Precios” (1)

(Continuación)

INFLUENCIA DE LOS FACTORES PSICOLOGICOS EN LA ESTABILIZACION

En Alemania, al llegar al extremo límite, al valor prácticamente nulo del marco, se acudió, como solución provisional, a la creación de una entidad: la *Rentenbank*, con facultad de emisión limitada a la cifra de 3.200 millones de *rentenmark*, de la que no hizo uso más que en parte o sea hasta la cifra de 2.400 millones. La emisión estaba teóricamente garantizada con una hipoteca general sobre todos los bienes inmuebles, agrícolas, industriales y comerciales del pueblo alemán; el valor podía ser, por tanto, teóricamente enorme, pero la garantía no tenía prácticamente eficacia; su valor fué principalmente psicológico: constituyó un gran acto de fe del pueblo alemán, que preparó con la regulación, mediante el plan Dawes del problema de las reparaciones, el retorno al sistema monetario oro.

En Francia, todos recordareis la situación angustiosa del verano de 1926, cuando los gobiernos se sucedían unos a otros y el parlamento impotente discutía de modo estéril la situación económica, mientras el Tesoro se encontraba ante apremios cada vez más angustiosos y el franco, a juicio de todos, iba siguiendo el camino del marco. Un comité de expertos formuló entonces un informe, en el cual, entre otras medidas, preconizaba la necesidad de un gran empréstito exterior para cuya viabilidad era indispensable la ratificación previa del convenio para el pago de la deuda a los Estados Unidos. En esta situación subió al poder el Ministerio presidido por Poincaré; y sin ratificar el convenio, sin contratar un gran empréstito exterior, con sólo pequeños empréstitos de ferrocarriles, llegó a una estabilización de hecho con la cual no sólo

(1) Segunda parte de la conferencia pronunciada en el salón de grados de la Facultad de Ciencias Económicas el 18 de octubre de 1928.

se consiguió la revalorización parcial del franco, sino que el propio Gobierno tuvo que realizar esfuerzos para impedir una valorización excesiva que se juzgó contraria a los intereses del país y se preparó la estabilización legal, que últimamente se ha efectuado. Todo ello fué posible porque el Ministerio Poincaré tuvo como aliado y colaborador el factor psicológico de la confianza que, desde el primer momento, consiguió restablecer en el país.

En Bélgica, la caída de la divisa se produjo a pesar del esfuerzo económico realizado por el pueblo belga, a pesar del incremento de la producción, a pesar de la exportación de productos, a pesar de la prioridad belga sobre los pagos alemanes y a pesar de los capitales extranjeros entrados en su circulación. Faltaba la confianza y por ello todos los esfuerzos resultaron inútiles hasta que un Gobierno consiguió alterar esa situación psicológica incontrastable, siendo de notar, en la obra de estabilización, la creación de una entidad monetaria nueva: el *belga*, que más que a una finalidad económica obedeció a la finalidad psicológica de distinguir la divisa belga del franco francés que, en aquellos momentos, inspiraba poca confianza.

En Italia fué aún más visible la influencia del factor psicológico. La crisis de la lira estaba en su momento culminante cuando Mussolini, en su famoso discurso de Possaro, en Agosto de 1926, afirmó de modo categórico su voluntad de revalorizar la moneda italiana. Inmediatamente se contuvo la salida y se produjo la reacción. Claro está que el efecto habría sido pasajero sin otras medidas; pero en todo caso es evidente que ese restablecimiento de confianza constituyó el antecedente obligado y la base indispensable de la actuación encaminada a la revalorización y restablecimiento de la moneda.

Si analizamos el modo cómo el factor psicológico influye en los hechos económicos veremos que el vehículo de que se sirve es doble. En primer término la falta de confianza o su restablecimiento determina la fuga o la repatriación de capitales que no puede impedirse con medidas coercitivas ni puede compensarse — tal es su importancia — con otros factores de la balanza de pagos; en segundo lugar la confianza determina la tendencia de la especulación internacional, puesto que cuando hay la firme convicción de que un país trata de revalorizar y restablecer su moneda, la especulación, creyéndose

protegida contra una baja eventual, trata de aprovechar el alza probable.

DISTINTAS FORMAS DE ESTABILIZACION

La estabilización no se ha llevado a cabo del mismo modo en los diferentes países sino que ha habido entre unos y otros diferencias determinadas por consideraciones sociales y políticas de diversa naturaleza.

En Inglaterra, por ejemplo, el respeto místico a la libra esterlina llevó a su revalorización total, realizando para ello el país todos los esfuerzos y soportando todos los sacrificios. Es Inglaterra país de banqueros y comerciantes que necesitan una moneda estable y firme para que no se desvíe la atracción de capitales y para que el país no pierda su situación en el intercambio internacional.

Bélgica, país industrial, comerciante y exportador, en el que hay pocos rentistas que tengan invertidos sus fondos en valores del Estado o en obligaciones, tiene un problema distinto del de Francia donde hay una mayor riqueza agrícola y cuyo pueblo, siendo más conservador y burgués, no siente la inclinación especuladora del mercado belga. Por ello, en Bélgica, un tipo alto de valorización del franco, determinando un mayor gravamen en la deuda y en los impuestos y pesando sobre las clases productoras, habría constituido un obstáculo para el desenvolvimiento de la vida económica del país, mientras que en Francia la fijación de un tipo bajo, habría constituido un gravamen excepcional para el rentista. Por ello en Bélgica se efectuó la reforma del sistema monetario sobre la base de 175 francos belgas por libra esterlina, mientras que en Francia la equivalencia fué de 124 francos 20 céntimos por libra esterlina.

Mientras en Inglaterra, en Bélgica y en Francia la estabilización viene determinada por consideraciones esencialmente económicas y sociales, en Italia se efectuó teniendo en cuenta consideraciones de prestigio nacional y aun tal vez del propio régimen político imperante en el país; y por ello se adoptó un tipo de valorización de 92,46 liras por libra esterlina que desde el punto de vista puramente económico y aun desde el social difícilmente podría justificarse. Ese carácter esencialmente político de la estabilización italiana se comprueba en las palabras altisonantes y guerreras con que se proclamó y se defendió: la batalla de la lira, la batalla del trigo, la batalla del arroz, etc.

CONSECUENCIAS DE LA ESTABILIZACION

Es muy interesante el estudio de las distintas maneras cómo se ha efectuado la estabilización en los diversos países y cómo han repercutido en su economía. En Inglaterra, un artículo reciente de KEYNES, publicado en *L'Europe Nouvelle* sobre la situación económica inglesa, pone de relieve una verdad profunda: la de la que toda política monetaria no puede ser independiente de una política de precios. "No hemos realizado la deflación de nuestros precios de costo", dice KEYNES. De ello resulta que los precios al por mayor han bajado en 9 % respecto a 1925 y en 13 % respecto a 1924, mientras que el precio de la vida ha bajado en 5 %. De ello ha derivado el *chomage* de un millón y medio de obreros en 1925 y 1926; y el desequilibrio de la balanza comercial, que en 1925 es de 394 millones de libras contra 158 en 1913, desequilibrio que no puede salvarse más que con exportaciones invisibles e inversiones temporales de capitales extranjeros, y que determina una situación peligrosa para la economía inglesa, que, seguramente el sentido práctico de la competencia tradicional de sus gobernantes contribuirán a salvar.

Comprendo perfectamente que ha habido razones para que Inglaterra adoptara la política de revalorización total de la libra; pero en todo caso, en el desarrollo de esta política ha debido soportar inconvenientes y ha merecido críticas incluso de personalidades eminentes, entre ellas la de mi ilustre amigo el Presidente del Midland Bank, Mr. Mac Kenna, que diferentes veces ha formulado expresas reservas respecto a la política seguida. Pero Inglaterra tiene en realidad una situación aparte. En cambio Bélgica, Francia e Italia constituyen tres casos típicos comparables entre sí en la manera de estabilizar.

Tomemos como años de comparación el de 1923, bastante anterior a la mayor alteración de las divisas y el verano de 1926, de Junio a Agosto, momento de máxima crisis, en los tres países.

En Bélgica, mientras el cambio se había depreciado en 112 %, los precios exteriores (tomando como tales los índices de precios económicos) aumentaron en un cien por cien; los precios interiores al por mayor en un 75 % y al detalle en menos del 50 %.

En Francia, en el mismo período de tiempo, el cambio

sube en 146 %, los precios exteriores en 132 %; los precios al por mayor en 100 % y los precios al por menor en 76 %.

En Italia el cambio aumenta en 39 %; los precios exteriores en 30 %, los precios al por mayor en 29 % y los precios minoristas (Italia es en este punto, por circunstancias que no tengo tiempo de analizar, una excepción), en 32 %.

¿Qué ha ocurrido después?

Tomando por base el mes de diciembre de 1927, en Bélgica, los precios al por mayor bajan de 876 en 1926, a 841, mientras los precios exteriores descienden de 1180 a 1004.

En Francia, los precios al por mayor bajan de 854 a 612, mientras los exteriores van de 1179 a 713.

En Italia, los precios al por mayor bajan de 691 a 482, mientras que los exteriores pasan de 870 a 521.

De ello se desprende que del mismo modo que ocurrió con los aumentos de precio en los momentos de inflación, los precios interiores bajan también más lentamente que el cambio después de la estabilización.

Aparte de esta característica general hay entre los tres países una diferencia: el desnivel de los precios interiores y exteriores que, como he dicho antes, constituye una prima a la exportación, subsiste después de la estabilización en Bélgica en la proporción de 1/4, en Francia en la proporción de 1/6 y en cambio en Italia es inversa de mayo a junio de 1927, en cuyo período de tiempo son más altos los precios interiores al por mayor que los precios exteriores y actualmente están equilibrados.

Las consecuencias económicas que de ello se han derivado han sido distintas para los diversos países. En Bélgica, después de la estabilización, se ha producido un aumento de actividad industrial y de exportación y una inversión de capitales extranjeros que ha compensado con exceso el déficit de la balanza de pagos (4 millones y medio de francos de importación de capitales contra 2 millones y medio de déficit, según estimación de Baudhuin) y aun podría agregarse el fenómeno señalado por uno de los autores de la estabilización, el Gobernador del Banco de Bélgica, Sr. Luis Frank, que cifra en 6.000 millones de francos el aumento obtenido en las cotizaciones de los empréstitos directos e indirectos del Estado; compensación, naturalmente inferior, al quebranto de la moneda pero, que en todo caso no es despreciable y menos en un país de tendencia especulativa como Bélgica.

En Francia fué preparada la estabilización legal con un

largo período de estabilización de hecho; y en su virtud, aquélla no ha hecho más que consolidar el *statu quo* anterior, pudiendo representarse gráficamente las consecuencias de la estabilización como una línea horizontal en el desarrollo económico del país.

En Italia, a pesar de la intervención coactiva en los precios y de la fuerte actuación gubernamental que ha hecho posible la dictadura, se ha determinado un aumento en el costo de la vida y como consecuencia de él una paralización de las exportaciones y un déficit de la balanza comercial, que es superior en 4.500 millones en 1927 comparado con 1926. Consecuencias dolorosas del tipo elevado de valorización en la estabilización de la lira.

Al formular estas observaciones, no me propongo formular juicios ni dirigir censuras, ya que en definitiva para apreciar una solución económica es necesario examinar y tener en cuenta los factores de todo orden que pueden haber influido en su adopción y ello escapa a los límites de esta conferencia en que no me propongo otra cosa que señalar el encadenamiento que existe entre las reformas monetarias, los precios y la vida económica de los países.

INFLUENCIA DEL ORO EN LOS SISTEMAS MONETARIOS Y EN LOS PRECIOS

Dentro de este orden de ideas, constituye un problema interesante el estudio de la influencia del oro en los sistemas monetarios y en los precios.

Voy a dejar aparte las discusiones que se han sostenido sobre si el oro es una mercancía como otra cualquiera o si es un signo e instrumento de pago. En lo que todo el mundo conviene es en que el oro tiene una doble finalidad: constituir un medio para satisfacer los saldos desfavorables exteriores de la balanza de pagos y un regulador de la circulación fiduciaria. Tiene además un finalidad circunstancial que es constituir un tesoro para el caso de guerra.

En la apreciación de su importancia ha habido discrepancias, KEYNES, a quien he citado otras veces en esta conferencia, en un libro publicado en el año 1923 sostuvo lo que se llama la *política de la moneda dirigida*, afirmando que tenía mucha mayor importancia que la estabilización de los cambios la estabilización de los precios, y proclamando la quiebra de las concepciones clásicas y las ventajas para los

Estados que quisieran efectuar su reforma monetaria de abandonar el sistema del patrón oro y adoptar una política nueva de estabilización permanente de precios por la acción del banco de emisión sobre el volumen de su circulación fiduciaria. Con posterioridad, refiriéndose a Francia, en carta abierta dirigida al Ministro de Hacienda francés, preconizó en otra forma el nuevo sistema; sugiriendo la idea de resolver el problema monetario francés mediante un *alza regulada de los precios interiores*.

Cito esto solamente a título de curiosidad, ya que hoy la tesis de KEYNES tiene únicamente un valor retrospectivo, para demostrar hasta qué punto después de la guerra, se han manifestado opiniones extremas en la apreciación de la importancia del oro en los sistemas monetarios. En la práctica han existido tres sistemas: el *gold standard*, o sea la convertibilidad de billetes en moneda de oro: *gold bullion standard*, convertibilidad de monedas en lingotes de oro, que es el que han adoptado Francia e Inglaterra en la reforma de sus sistemas monetarios y *gold exchange standard*, que consiste en sustituir la reserva en oro por una reserva en divisas de países de moneda no depreciada o lo que es lo mismo por saldos en Bancos de países que tienen el régimen de convertibilidad en oro.

En relación con estos sistemas se ha discutido en los últimos tiempos, si son o no equiparables y equivalentes los sistemas del *gold standard* y del *gold exchange standard*, o lo que es lo mismo si una reserva en divisas es equivalente a una reserva en oro.

La conferencia de Génova del año 1922 recomendó el ahorro de oro y la política de colaboración de los bancos de emisión así como la formación de reservas por medio de saldos en el extranjero. El eminente economista NOGARO en su libro clásico sobre la Moneda, afirma la identidad de reservas oro y de reservas divisas. Frente a esta opinión, LANDSBURGH, citado antes, en unos artículos publicados en la revista *Die Bank* en 1924 y en 1926, sostiene que una circulación perfectamente sana debe estar enteramente cubierta por oro.

No es ahora oportuno examinar las tesis en lucha. Sin embargo, si hay que hacer notar que en todas partes la estabilización se ha realizado sobre la base del *gold exchange standard*, y poner de manifiesto que en la base del sistema hay una ficción que demuestra una vez más la importancia de los factores psicológicos en los fenómenos monetarios. Digo

que hay una ficción, porque los bancos generalmente tienen por la ley un canje de oro de 35 a 40 por ciento de su circulación. Si en lugar de oro tienen divisas, es decir saldos bancarios, en libras por ejemplo, si tales saldos están en el Banco de Inglaterra como éste tiene una reserva de 38 por ciento de oro efectivo, la reserva real oro de 100 libras esterlinas es de 16 libras. Si en lugar del Banco de Inglaterra los saldos están en bancos privados ingleses, como éstos tienen una garantía del 10 por ciento oro que están obligados a mantener en el Banco de Inglaterra, la reserva real es poco más de libra y media de oro efectivo.

Podría objetarse que en realidad la divisa equivale a oro porque en todo momento puede ser retirada en su integridad. Pero para hacerse cargo de la realidad práctica del argumento, bastará recordar que en un momento dado, Francia intentó retirar del mercado inglés, convirtiéndolos en oro efectivo, una parte de los saldos en libras que tenía en los bancos ingleses. La consecuencia inmediata fué una disminución de la capacidad del crédito en Inglaterra, una repercusión en las bolsas y reclamaciones en la City, considerando la tentativa de Francia como un acto poco amistoso.

En realidad, Inglaterra obró como un banquero al que trataran de retirarle los depósitos. Si se tiene en cuenta este hecho y la consideración de que Inglaterra, solo mediante la convergencia de capitales extranjeros ha podido llevar a cabo su política de deflación de valores y de valorización de la libra, se explica la influencia ejercida por los países anglosajones en la adopción del *gold exchange standard* ya que como sus divisas eran las únicas no depreciadas, la adopción del sistema debía determinar la afluencia de capitales de otros países que trataran de restablecer su moneda.

Dejando esto aparte, es evidente que aun sin caer en el fetichismo del oro, el sistema del *gold exchange standard* edifica toda la pirámide de la moneda y del crédito sobre una base ficticia. Si se extendiera el sistema, las mismas reservas aplicadas recíprocamente, se contarían varias veces, dando lugar a un desarrollo desmesurado de la circulación y del crédito sin el freno de un regulador y sin proporcionar un medio efectivo de compensar los saldos desfavorables de la balanza de pagos. Ha tenido su utilidad transitoria como medio de llegar a la estabilización, pero el sistema del *gold exchange standard* no puede sustituir a las reservas en oro

efectivo y constituir de modo permanente la base de una economía sana.

Y a propósito de ello, conviene señalar que si bien en la teoría ha habido modernamente una tendencia a desacreditar el valor de las reservas oro en los sistemas monetarios, en contraposición con esa tendencia doctrinal, en todos los países en que se ha efectuado la reforma del sistema monetario, ésta ha tenido lugar sobre la base del mantenimiento de las reservas oro y aun puede agregarse que jamás en la conciencia pública se le ha concedido tan gran favor al oro como base efectiva de los sistemas monetarios. Los pueblos han visto en la guerra y en la post-guerra tantas locuras, han presenciado la caída de tantos regímenes, han sufrido los efectos funestos de la arbitraria intervención gubernativa en los sistemas monetarios, que instintivamente comprenden que es indispensable una base firme que los ponga a cubierto de contingencias y que no es suficiente garantía la prudencia de los gobiernos para prevenir el retorno de las calamidades ocasionadas por una política monetaria insensata.

Claro está que el oro no tiene un valor por sí mismo y que su sola existencia en las cajas del banco no tiene una eficacia positiva; pero es evidente, a mi juicio, que tiene un valor insustituible como garantía y que además de la doble finalidad antes señalada, tiene en el momento actual, por el hecho mismo de la confianza que inspira, un valor inapreciable, del que con razón ningún gobierno ha estimado posible prescindir.

LA PRODUCCION DE ORO EN EL MUNDO

¿Es suficiente para mantener el actual nivel de precios? ¿Hay déficit o excedente? También en este punto discrepan los doctores; pues mientras KITCHIN y CASSEL sostienen que para atender a las necesidades económicas del mundo el oro debería aumentar en 2,7 por ciento anualmente, producción que está lejos de conseguirse, otra autoridad, LEHFELD, de Johannesburg, sostiene que la producción de oro es más bien excesiva y como consecuencia de ello prevé una baja en los precios.

En relación con este problema es interesante una estadística aparecida en el Boletín de la Midland Bank del mes de Junio de 1927, en la cual se sigue los movimientos del oro en un siglo desde 1835 hasta la fecha y en otra columna

se consignan los movimientos que han tenido los índices de precios durante el mismo período de tiempo.

No tengo ahora tiempo de analizar esta estadística. Sólo he de consignar que de ella aparece que, aun existiendo una influencia, no hay una correlación absoluta entre la producción de oro y los movimientos de precios, ya que en éstos influyen además muchas otras causas.

En todo caso, más importante que el oro es el coeficiente de utilización del oro, empleado en finalidades monetarias. A este efecto, puedo señalar el hecho de que mientras las reservas metálicas de los Bancos han duplicado, el crédito bancario ha triplicado. En 1913 había, en los Bancos, 1.100 millones de libras de reservas metálicas, para 5 o 6.000 millones de libras de depósitos, mientras que en 1927 hay 2.100 millones de libras de reservas metálicas para 17 mil millones de libras de depósitos bancarios.

De ello se desprende que el coeficiente de utilización del oro, que antes era de 5, hoy es de 7,5 es decir que ha tenido un aumento de 50 %. Compárese este aumento con el experimentado por el índice de precios en el mismo período de tiempo, de cuantía aproximadamente igual, y se verá la coincidencia del alza de precios, o sea de la depreciación del oro, con el coeficiente de su utilización.

El corolario de este hecho es que el mecanismo del crédito ejerce influencia mayor sobre los precios que la moneda propiamente dicha.

ORIENTACION SECULAR DE LA MONEDA

Para terminar esta conferencia voy a señalar la depreciación constante de la moneda desde hace un millar de años.

D'AVENEL — en su *Histoire des Prix* — decía que el valor del dinero era 9 veces inferior al que tenía en tiempos de Carlomagno, 6 veces inferior al que tenía en 1500, principio de la Edad Moderna y época del descubrimiento de América, y 3 veces inferior al del tiempo de la Revolución francesa.

Teniendo en cuenta que el índice de precios en 1928 en relación a la época en que D'AVENEL escribió su libro, es de 175 % resulta que el valor del dinero en nuestra época viene a ser 17 veces inferior al del tiempo de Carlomagno,

11 veces al del año 1500 y 5 veces al del tiempo de la Revolución francesa.

De ello resulta que en definitiva la guerra no ha hecho más que acentuar y acelerar una orientación secular que no dudo en calificar de civilizadora porque al disminuir el poder adquisitivo del dinero perjudica al rentista y favorece al trabajador. El rentista tiene en la sociedad el papel de ocioso, y su pena es la economía; el dilema que se le impone es trabajar o reducirse y así es como la ley providencial que rige la marcha y el destino de la Humanidad se manifiesta en la economía como en la Historia y consagra el progreso de la civilización por la acción soberana del esfuerzo y del trabajo.

Juan VENTOSA y CALVELL.