

328
1
bis

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. Wenceslao Urdapilleta
Por la Facultad

Francisco A. Duranti
Por el Centro de Estudiantes

Carlos E. Daverio
Por el Centro de Estudiantes

REDACTORES

Dr. Alberto Diez Mieres
Sr. Luis Moreno
Por la Facultad

José Botti
Por el Centro de Estudiantes

Oscar D. Hofmann
Por el Centro de Estudiantes

Año XVIII

Mayo, 1930

Serie II, N° 106

DIRECCION Y ADMINISTRACION
CALLE CHARCAS 1835
BUENOS AIRES

de Pablo Einzig

Los puntos de oro y los bancos centrales ⁽¹⁾

Uno de los elementos esenciales del sistema de patrón oro es la existencia de límites aproximados, en la fluctuación de los cambios, sobre los cuales la Banca y el comercio pueden contar con seguridad.

Los importadores de este país deberían saber que cuando el cambio del dólar ha llegado al punto de exportación de oro no tienen que apresurarse para cubrir sus necesidades porque no hay riesgos de ulterior apreciación. Los poseedores de dólares a su vez deberían saber que no deben esperar ninguna alteración ulterior. El mercado monetario debería saber cuando los cambios se aproximan a los tipos más allá de los cuales los recursos del mercado se afectarán al ponerse en movimiento el oro. Una de las condiciones del sistema es por lo tanto de que los puntos de oro sean determinables con alto grado de exactitud. Aunque éstos estén sujetos a oscilaciones inevitables, es de desear que fuesen comparativamente raras y ellas deberían ser determinadas tan pronto como ocurran. Es deseable desde el punto de vista de la práctica de los negocios, tanto como para propósitos de normas monetarias, que los factores desconocidos sean eliminados, los factores de inseguridad reducidos a un mínimo; y es el deber de los Bancos Centrales el perseguir ese fin.

La situación a este respecto desde la restauración de los patrones oro, está bien lejos de ser ideal. Los cambios han sido frecuentes y mucha incertidumbre prevalece — aun en las esferas oficiales — respecto a los factores que afectan los puntos

(1) Traducido por Juan R. Bach, de *The Economic Journal*, septiembre de 1929.

de oro. Llama la atención de que el Banco de Francia considerara conveniente en julio de 1929, hacer dos embarques de prueba entre Londres y París, para determinar el punto de oro de importación.

En los números de marzo 1927, septiembre 1927 y diciembre 1928 de este *Journal*, indicamos algunas de las circunstancias a que podían responder la falta de estabilidad y la inseguridad de los puntos de oro después de la guerra. Varias de esas circunstancias tales como los frecuentes cambios en los precios de los fletes, seguros y amplias oscilaciones de las tasas de interés son consecuencia de las condiciones inestables de post-guerra de las cuales nadie puede ser responsabilizado. Los Bancos Centrales son en gran parte impotentes contra los elementos de inseguridad. Esto no es sin embargo una razón para agregar más incertidumbre por medio de tácticas y reglamentos que ellos adoptan de tiempo en tiempo para influir en los embarques de oro. Excusan su intervención en los puntos de oro — cuando ellos creen necesario dar explicación alguna — diciendo que las condiciones son anormales y requieren por lo tanto medidas anormales. Siempre que esas medidas tiendan a la eliminación de transacciones especiales, ellas pueden ser aprobadas. Si en cambio ellas son dirigidas contra embarques normales del comercio de oro y afectan los puntos de oro, los Bancos Centrales responsables de esas medidas dan lugar a críticas adversas.

Uno de los medios por los cuales los Bancos Centrales toman ingerencia en los puntos de oro es el sistema de arreglo de transacciones entre ellos en lugar de permitir el libre curso del arbitraje del oro, concretándose ellos a las tareas comunes de política monetaria relacionadas con los cambios, sean para fomentar o impedir embarques de oro. En ciertos casos esas medidas especiales de intervención son explicadas por la necesidad de algunos Bancos Centrales de aumentar los encajes de oro para permitir mantener la paridad monetaria. En tales ocasiones se considera imposible o inconveniente dejar al cambio del oro a la par, la tarea de cumplir su misión automáticamente. En otras circunstancias esa norma está inspirada en el deseo de evitar gastos de transporte. Este es el caso de la transacción triangular sobre oro llevada a cabo en mayo y junio de 1929 entre el Reichbank, el Federal Reserve Bank y el Banco de Francia, y en menor grado entre los dos primeros y el Banco Nacional de Bélgica. Para sostener el cambio del reichmark el Reichbank tenía que vender oro en Nueva York. En lugar

de remitir oro allá, tomó parte del oro depositado por cuenta del Banco de Francia en Nueva York, lo vendió al Federal Reserve Bank y lo reemplazó mediante el despacho de oro desde su sucursal de Colonia a París, lo cual fué menos costoso que enviar oro a Nueva York desde Bremen o Hamburgo. El Banco de Francia también se benefició con el arreglo desde que repatrió libre de gasto parte del oro que tenía depositado en Nueva York.

Las transacciones oficiales comparativamente frecuentes han llevado a la conclusión de que hay una tendencia general en el sentido de reemplazar los embarques comerciales de oro mediante transacciones convenidas entre los Bancos Centrales.

La ausencia de un pronunciamiento que autorice a pensar así hace difícil determinar si eso está incluido en el programa de cooperación entre los Bancos Centrales. Se supone en general que uno de los objetos del propuesto Banco Internacional es el de reducir por tal medio — si no de eliminar — el volumen de arbitraje de cambio.

No hay duda que los Bancos Centrales están en situación ventajosa para competir con los arbitradores privados aun si ningún cambio se hace para favorecerlos en las legislaciones monetarias y aunque ellos adopten una política de estricta neutralidad hacia tales arbitradores — lo que no siempre sucede.

Como sus encajes de oro constituyen en cualquier caso una reserva que no produce interés, ya sea que esté en sus arcas o en tránsito de un punto a otro, no tienen necesidad de asignar nada en concepto de pérdida por intereses al hacer los cálculos de costo de los embarques. Por eso ellos están en situación de obtener beneficio en los embarques de oro antes que cualquier banco o arbitrador pueda considerar la conveniencia de hacerlos. Los puntos de oro de los Bancos Centrales son pues considerablemente diferentes de los de otros bancos, y particulares. Hay en realidad tres tipos de puntos de oro según que los embarques los haga un arbitrador pagando intereses, comisiones y corretajes, o bancos o comisionistas que paguen intereses, pero no comisión ni corretaje o Bancos centrales, que no pagan ni interés ni comisión. Las diferencias entre estas tres clases de puntos de oro en los cambios principales están establecidas en la tabla siguiente:

	PUNTOS DE ORO		
	NORMAL	DE BANCOS CENTRALES	EXTREMOS
Del dólar (importación)	4,88 $\frac{27}{32}$	4,88 $\frac{11}{32}$	4,89 $\frac{9}{64}$
Del dólar (exp.)	4,85 $\frac{9}{64}$	4,85 $\frac{43}{64}$	4,84 $\frac{27}{32}$
„ reichmark (importación)	20,50 $\frac{1}{4}$	20,49 $\frac{3}{8}$	20,51 $\frac{1}{2}$
„ reichmark (exportación)	20,35 $\frac{3}{4}$	20,36 $\frac{3}{8}$	20,33 $\frac{5}{8}$
„ gulden (imp.)	12,14 $\frac{1}{8}$	12,13 $\frac{3}{4}$	12,14 $\frac{7}{8}$
„ „ (exp.)	12,04 $\frac{1}{2}$	12,05 $\frac{1}{8}$	12,03 $\frac{3}{4}$
„ dólar canadiense (imp.)	4,88 $\frac{3}{8}$	4,87 $\frac{29}{32}$	4,88 $\frac{43}{64}$
„ dólar canadiense (exp.)	4,84 $\frac{31}{32}$	4,85 $\frac{7}{19}$	4,84 $\frac{43}{67}$
„ franco francés (importación)	124,55 $\frac{1}{2}$	124,52 $\frac{1}{4}$	124,63 $\frac{1}{4}$
„ franco francés (exportación)	123,93	123,96 $\frac{1}{8}$	123,85 $\frac{1}{4}$

En el caso del reichmark, el punto de oro de importación, para “extraños”, se calcula sobre la suposición de que si el Reichbank desea estorbar un influjo insista sobre entregas en Berlín mismo. En la práctica esto no ha ocurrido después de la guerra. Los puntos de oro extremos se han calculado suponiendo que aquellos que trabajan en la condición menos favorable deben soportar gastos adicionales de $\frac{1}{16}$ por ciento en concepto de corretaje, comisiones y tipos más altos de interés. Nada se prevé sobre posibles gastos adicionales causados por tácticas ocasionales por parte de Bancos Centrales deseosos de estorbar movimientos de oro. Para detalles más amplios sobre la forma de calcular los arriba indicados puntos de oro referimos al lector al autor del libro sobre “Movimientos Internacionales de Oro” (Macmillan y Cía., 1929). Apéndice I.

Debemos admitir también que en ciertas ocasiones hay Bancos particulares que hacen embarques de oro sin tomar

en cuenta la pérdida de intereses y en tales casos el punto de oro es exactamente igual al de los Bancos Centrales.

Como lo dijimos en nuestro artículo aparecido en el número de Diciembre 1928 del "Economic Journal", si un Banco particular desea llevar a cabo embarques de oro, incluye para los fines de contabilización, el oro embarcado entre las partidas de Reserva de Caja y no hace por lo tanto previsión por pérdida de intereses y en esos casos el punto de oro es igual al de los Bancos Centrales. La experiencia ha probado sin embargo que tales casos son excepcionales y que en una mayoría predominante de oportunidades ellos prevén pérdidas de intereses aunque el porcentaje previsto es asunto de opinión en el caso de Bancos particulares y varía en forma amplia.

Para otros arbitradores que poseen reservas menores y que tienen que financiar sus embarques sobre la base de los precios corrientes en el mercado, son naturalmente esas tasas las que han de determinar la pérdida por intereses. Así, pues, la regla es que los Bancos Centrales están en una posición más ventajosa que los arbitradores particulares y el margen entre sus puntos de oro es más estrecho que el de los Bancos particulares.

Esto en sí mismo no sería particularmente desventajoso desde el punto de vista de la estabilidad de los puntos de oro si se diera por entendido que los Bancos Centrales hicieran embarques de oro cada vez que el tipo de cambio va más allá de sus puntos de oro especiales. Esto no es del caso en ninguna forma. El objeto primordial de las transacciones de oro entre los Bancos Centrales no es el beneficio que ellas producen y no emprenden embarques por el mero propósito de utilidades si no hay otro motivo que haga su intervención deseable. Consecuentemente, cuando el cambio alcanza los puntos de oro tal como lo calculan los Bancos Centrales, el oro será o no embarcado de acuerdo a las conveniencias de los referidos Bancos. Esta situación origina un sentimiento de inseguridad en los mercados extranjeros, desde que nadie sabe si una depreciación o apreciación superior en los cambios será contenida con embarques de oro. Mientras los puntos de oro para arbitradores privados da límites aproximados para los movimientos de oro, los puntos de oro para los Bancos Centrales son meramente opcionales que en la práctica pueden o no operar.

Desde que no se puede confiar en los puntos de oro para

los Bancos Centrales como límites para las oscilaciones del cambio, el flujo o reflujo de oro como consecuencia de las transacciones directas entre los Bancos Centrales no produce efectos en los mercados monetarios extranjeros y del país en la misma proporción o magnitud que aquellos que son llevados a cabo por arbitradores particulares. Estos últimos traen como resultado una elevación o disminución en las tasas de intereses en el mercado que han de tender a corregir las influencias causantes de la debilidad en el cambio entre los países exportadores. A su vez tienden a producir una reacción en las tasas de cambio mismas. En cambio si las transacciones son emprendidas por los Bancos Centrales ese hecho reduce sus efectos.

Aunque el producido de las ventas de oro tienda a influenciar favorablemente en el cambio y la contracción en las fuentes de crédito tienda a crear dificultades monetarias, esas tendencias no serán acentuadas por el factor psicológico como en el caso de las transacciones de arbitradores. Si los embarques son hechos por arbitradores particulares se sabe que, mientras el cambio permanezca en el mismo punto en que se originó el primer embarque otros posteriores han de suceder. Si por otra parte el embarque es hecho por un Banco Central, permaneciendo invariadas las condiciones, otros embarques serán o no hechos según las conveniencias del Banco Central mismo. Posiblemente después de un embarque aislado, el cambio podrá apreciarse o depreciarse, según pueda ser el caso, hasta que haya alcanzado el punto de oro.

La política tradicionalmente secreta de algunos Bancos Centrales constituye una desventaja en los movimientos de oro emprendidos por ellos. El origen y destino de los embarques por medio de arbitrajes corrientes, es conocido generalmente con bastante exactitud. En cambio algún tiempo debe transcurrir hasta que el origen y el destino de los embarques de los Bancos Centrales pueda ser determinado por las cuentas de otros Bancos lo cual no da necesariamente una indicación cierta desde que a menudo las transacciones llevadas a cabo durante un período se compensan o se anulan en las cuentas publicadas. El mercado es dejado a oscuras lo que no es por cierto deseable.

Las operaciones entre Bancos Centrales no han asumido hasta ahora proporciones de importancia como para constituir una seria interferencia en los puntos de oro, en lo que se refiere a las cotizaciones de las principales monedas.

Por otra parte, las tácticas adoptadas por los Bancos Centrales tienen por fin intervenir en los tipos a los cuales los embarques de oro podrían ser beneficiosamente emprendidos en teoría y muy a menudo intervienen en los tipos a los cuales ellos son realmente emprendidos, esas tasas son después de todo las que interesan en la práctica. Cambios pequeños en el precio real de compra y venta del oro, con la intención de fomentar o estorbar los movimientos de oro, por medio de arbitrajes particulares, tienen influencia en los tipos a los cuales es, en teoría, beneficioso hacer embarques. En ese sentido si el oro es embarcado a esos tipos, es más bien consecuencia de la actitud de los Bancos Centrales para con los arbitradores. Muy a menudo se presiona extraoficialmente sobre los Bancos para disuadirlos de hacer embarques aun a tipos que para ellos aparezcan beneficiosos. Es un secreto a voces que en Junio del año pasado y por varias semanas el Reichbank influenció sobre los Bancos alemanes para que no tomaran oro de Londres aunque el cambio estaba bien debajo del punto de oro de exportación.

Se cree que en la misma forma el Federal Reserve Bank de Nueva York presionó sobre los bancos norteamericanos para que ellos se abstuvieran de importar oro de Londres. Como resultado, el dólar y el reichmarck fueron considerablemente más allá de los puntos teóricos de exportación de oro lo que causó verdadera inquietud en el exterior respecto a las verdaderas intenciones de los Estados Unidos de alterar los tipos de oro en la letra y en el espíritu y se cree que ha sido la causa del retiro de fondos por parte de depositantes extranjeros en la plaza de Londres, acentuado por otro lado por la tendencia adversa en la libra esterlina.

Debido en gran parte a la crítica que esa medida halló en la prensa, ese embargo extraoficial sobre la importación de oro desde Londres fué levantado en Nueva York y Berlín antes de que produjera mayores perjuicios; ha sido a pesar de todo una buena lección sobre los efectos perjudiciales de la interferencia de los Bancos Centrales en los embarques de oro.

Los ensayos de evitar embarques de oro indeseables a menudo fracasan a menos que ellos signifiquen una supresión virtual del tipo de oro—como en el caso del Canadá. El oro es embarcado en cualquier forma tan pronto como el cambio alcanza un punto tal en que el margen de beneficio es suficientemente grande para tentar a los arbitradores a desoír los deseos de las autoridades. Regularmente los Bancos Centrales sólo pueden influenciar sobre los Bancos o las firmas deseosas de mantener

buenas relaciones con ellos. Firmas o individuos aislados sin ninguna relación directa con Bancos Centrales pueden desoir tales pretensiones y pueden insistir en el texto de las leyes monetarias compeliendo a los Bancos Centrales a comprar o vender oro a precios fijos. Estos "extraños" del arbitraje del oro trabajan comúnmente en condiciones menos favorables que los bancos y tienen que pagar comisiones y corretajes. El margen entre los puntos de oro para sus propósitos es más bien amplio, pero la interferencia oficial en los movimientos de oro puede por sí misma estimular la tendencia hacia embarques más allá de los límites del punto de oro. De tal forma la posibilidad de cualquier presión por parte de las autoridades crea un mero incremento de la incertidumbre respecto al tipo al cual el oro será embarcado, pero sin poder evitar de cualquier manera dichos movimientos del oro.

Aun más, la mayoría de los Bancos Centrales no se limitan a inmiscuirse en los puntos de oro por medio de "persuasiones pacíficas". Hay una gran variedad de armas a su disposición las cuales los habilita para poner trabas en los embarques de oro cuando lo creen necesario. La más suave de ellas es abstenerse de ayudar en el encajonamiento del oro en cuyo caso se incurren en gastos adicionales en el transporte de las barras o monedas a lugares apropiados para su embalado. El Banco de la Reserva Federal de Nueva York que comúnmente entrega oro, franco a bordo, si aprueba la transacción, se rehusa a conceder ayuda voluntaria para embarques indeseables. Pruebas tales como el análisis son suficientemente elásticas como para permitir un margen bastante grande a los Bancos Centrales para crear dificultades cuando ellos desean hacerlo. Comúnmente no hay nada que les impida insistir en el análisis de las barras—aunque ellas lleven el sello de algún otro Banco Central—o dilatar el pago de las consignaciones. Todas estas tácticas, si son aplicadas, tienden a cambiar los puntos de oro desde que la mera posibilidad de su aplicación tiende a crear considerable incertidumbre con respecto a las cifras aproximadas de los puntos de oro.

Es particularmente interesante el método por el cual la Caja de Conversión de la Argentina tiende a incomodar las exportaciones de oro y nos provee de un elemento interesante de estudio.

Aunque obligado a convertir sus billetes por monedas de oro a un tipo oficial, tiene la opción de elegir las monedas que desea entregar. Aparte de la bien conocida política de entregar

monedas gastadas, está en situación de impedir un reflujo mediante la entrega de una clase de moneda de oro no requerida. Así, si el dólar tiene premio sobre el peso, un embarque de oro a Nueva York puede ser estorbado mediante la entrega de soberanos o monedas mezcladas en lugar de águilas. Además de los costos de acuñación habrá que agregar la posible pérdida de peso, al costo del embarque, con lo que se afecta el punto de oro.

Los cuadros siguientes muestran las diferencias entre los puntos de oro para Águilas y Soberanos, por embarques desde Buenos Aires, a Londres y Nueva York.

Embarque de Soberanos a Londres

100.000 soberanos @ 5,04 pesos oro		504.000 pesos
Flete 10 chelines por 100 £	£	500 - 0 - 0
Seguro 1 chelín y 6 peniques por 100 £	„	75 - 0 - 0
Intereses 5 % por 22 días	„	301 - 7 - 5
Imprevistos	„	50 - 0 - 0
		<hr/>
	£	926 - 7 - 5
		<hr/>

Producto neto £ 99.073-12-7

Punto de oro: 1 peso 47,0868 peniques

Embarque de Águilas a Londres

100.000 águilas @ 10,364 pesos oro		1.036.400 pesos
Flete 10 chelines por 100 £	£	1.027-10-0
Seguro 1 chelín 6 peniques por £ 100	„	154-12-6
Intereses 5 % por 22 días	„	619- 6-3
Imprevistos	„	100- 0-0
Previsión de pérdida de peso, 1/4 por ciento	„	513-10-6
		<hr/>
	£	2.414-19-3
\$ 1.000.000 @ 4,8665	„	205.486-11-8
		<hr/>

Producto neto £ 203.071-12-5

Punto de oro: 1 peso 47,02 peniques

Embarque de Aguilas a Nueva York

100.000 águilas @ 10,364 pesos oro	1.036.400 pesos
Flete 1/3 por ciento	\$ 3.333.30
Seguro 1 por mil	„ 1.000.00
Intereses 5 % por 18 días	„ 2.465.70
Imprevistos	„ 500.00
	<hr/>
	\$ 7.299.00
	<hr/>
Producto neto	\$ 992.701.00

Punto de oro: 1 peso \$ 0,9579

Embarque de Soberanos a Nueva York

100.000 soberanos @ 5,04 pesos oro	504.000 pesos
Flete 1/3 por ciento	\$ 1.622.17
Seguro 1 por mil	„ 486.65
Intereses 5 por ciento 18 días	„ 1.199.96
Imprevistos	„ 250.00
Previsión por pérdida de peso 1/4 por ciento	„ 1.216.62
	<hr/>
	\$ 4.775.40
100.000 soberanos según paridad en Casa de Moneda	„ 486.650.00
	<hr/>
Producto neto	\$ 481.874.60

Punto de oro: 1 peso 0,9561

Así, mientras es beneficioso embarcar soberanos desde Buenos Aires a Londres cuando el cambio declina a 47,08 $\frac{5}{8}$ en el caso de embarque de águilas lo será solamente cuando el cambio alcance 47,02. En otras palabras, el embarque de águilas a Nueva York se vuelve provechoso a un tipo de 0,95 $\frac{3}{4}$ y en cambio es imposible emprender embarques provechosos de soberanos a Nueva York, mientras el tipo no esté debajo de 0,95 $\frac{5}{8}$.

El embarque de otras monedas que no sean aquellas de los países de destino envuelve riesgo aunque las monedas sean de acuñación reciente, porque la pérdida de peso en la fundi-

ción no puede ser prevista. El porcentaje a prever para este riesgo varía de acuerdo al criterio del arbitrador y trae por consecuencia un nuevo elemento de incertidumbre.

Las autoridades monetarias de cada país tienen diversos métodos para impedir o fomentar los embarques de oro de acuerdo a sus deseos. Casi todos los Bancos Centrales donde rige el patrón oro han practicado en una u otra época diversas clases de medidas para fomentar o impedir embarques pero como su aplicación no es continua, el mercado monetario y la comunidad comercial no saben nunca cuando y en que forma han de esperar tales medidas.

Es notable la extensión de la interferencia de los Bancos Centrales en los puntos de oro. Aunque el punto normal de exportación de oro para el dólar es exactamente arriba de 4,85, un arreglo directo entre Bancos Centrales haría posible los embarques con margen de beneficio a $4,85 \frac{5}{8}$ y la aplicación de métodos para impedir los mismos movería el punto de oro a cerca de $4,84 \frac{1}{2}$. El margen dentro del cual el punto de oro puede moverse es un decimal casi íntegro, lo cual tiende a reducir los beneficios de un cambio legalmente establecido desde el punto de vista de la práctica de los negocios.

Al mismo tiempo, el manipuleo de los puntos de oro para satisfacer las conveniencias de los Bancos Centrales re-

duce la naturaleza del trabajo automático de

los tipos de cambio del oro, el cual es

reclamado por todos los adheren-

tes al sistema como una

de sus principales

ventajas.