1214

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.

Isidoro Martínez
Por el Centro de Estudiantes

José S. Mari
Por el Centro de Estudiantes

SECRETARIO DE REDACCION

Carlos E. Daverio

REDACTORES

Dr. Emilio B. Bottini
Dr. Julio N. Sustamante
Por la Facultad

Rodolfo Rodríguez Etcheto
Por el Centro de Estudiantes

José M. Vaccaro
Por el Centro de Estudiantes

Año XVIII

Diciembre, 1930

Serie II, N° 113

DIRECCION Y ADMINISTRACION
CALLE CHARCAS 1835
BUENOS AIRES

de E. Lederer

Algunas cuestiones no resueltas del proceso de capitalización

El problema de la capitalización, que actualmente se encuentra colocado en el punto central de la discusión, parece convertirse en un moderno misterio. Trataré por mi parte de plantear algunas proposiciones, que no han sido resueltas a pesar de lo completo de nuestras estadísticas económicas. Su dilucidación, a mi modo de ver, sería necesaria para juzgar la cuestión en forma equitativa, y poder sustraerla a una argumentación unilateral. En el hecho, el proceso de capitalización, tal como hoy se efectúa, se ha hecho mucho más oscuro, y por eso mismo, se deducen de los hechos que salen a luz consecuencias a menudo muy atrevidas, las que, mediante una aclaración total de la realidad, podría probarse que son erróneas.

Las formas de la capitalización.

Por los datos globales de nuestra economía podemos conocer con bastante exactitud los ingresos de la población, las cargas consistentes en impuestos y otros gravámenes de carácter público así como las cargas por concepto de reparaciones. En cambio, desgraciadamente es mucho lo que se ignora respecto del monto de los nuevos capitales que se constituyen de año en año.

En la práctica podemos considerar las siguientes formas de capitalización:

1º Se puede establecer con relativa exactitud el monto de los ahorros acumulados en las cajas de ahorro y los importes que se acumulan mediante emisiones de cédulas hipotecarias, obligaciones, acciones, etc. La objeción de que también las cajas de ahorro, al igual que los bancos, conceden créditos, y que éstos por un lado se anotan como depósitos y por el otro como préstamos, de manera que la existencia en depósito es menor de lo que ella parece, sólo debe considerarse exacta pa-

ra la excepción. Al revés, por esta misma razón se podrían considerar sin más contemplaciones a todos los depósitos bancarios como capitales ahorrados. (Permítase prescindir aquí de una comprobación mediante cifras, que se puede hacer tomándolas de un manual cualquiera de estadísticas. Que la capitalización de los depósitos en caja de ahorro progresa rápidamente, es también un hecho conocido).

2º No es posible establecer el monto de las inversiones de ganancias que se efectúan en las explotaciones particulares y en las sociedades por acciones. Sin duda, no pueden considerarse como capitalizaciones a todas las inversiones, desde que quitas correctas sólo tienen por objeto la sustitución de capitales usados o desvalorizados. Con referencia a la sustitución de los capitales desvalorizados ya se ha hecho notar que, en tren de un más rápido desarrollo técnico, una quita puede tener las consecuencias de una nueva inversión cuando ella eleva la capacidad productiva y de competencia de una empresa. En los últimos años se ha señalado reiteradamente, del lado de los industriales, que la celeridad del progreso técnico ha hecho necesarias quitas muy altas, antes no conocidas. Con semejante sistema, que hoy para muchas industrias puede ser indispensable, va en aumento el monto de las quitas bajo la forma de inversiones y se hace más difícil una diferenciación de ambos casos para nuestro fin. En los fundamentos del concepto de la quita, se encuentra también la idea de alcanzar un método de producción técnicamente estable dentro de un término de tiempo cada vez más breve. Este concepto necesita, para la existencia de una economía dinámica en alto grado, ser formulado de otra manera. En todo caso, se puede decir que la aplicación del concepto de la quita sostenido por los industriales, esto es, la fijación de quitas suficientes, se satisface ya una gran parte de la necesidad de nuevas inversiones. Bajo la forma de quitas tienen lugar, como es notorio, verdaderas inversiones, sin duda alguna, cuya importancia no puede ser apreciada, ciertamente, ni siquiera en forma aproximada. Tampoco ofrece apoyo ninguno para un cálculo, debido a la rapidez del progreso técnico, el aumento de la capacidad productiva.

Las apreciaciones de la Sociedad de créditos del Reich, que son las que merecen mayor confianza, llegan al siguiente resultado, para el año 1927:

Aumento en:	MARCOS (millares de millones)
Edificios para habitación	3,2
Edificios públicos y de explotaciones privadas..	1,1
Medios de transporte	1,9
Máquinas	1,0
Electricidad, gas, aguas corrientes, minas y otros	2,2
Utensilios domésticos	1,1
Existencia de mercancías en depósito	1,5
En total	12,0

3º Se han buscado datos para conocer la importancia de las corrientes de capitales que vienen del exterior. Se pueden conocer, de inmediato, algunas cifras, tales como los empréstitos colocados en el extranjero, las emisiones de acciones y otras semejantes. Esta importación de capitales puede no ser necesariamente definitiva, desde que debemos contar con que algunos de esos títulos son adquiridos por capitalistas alemanes. Un ítem sumamente variable es también el de los títulos comprados en Alemania por cuenta de extranjeros. Y es igualmente variable el monto total del endeudamiento a corto plazo, el que podemos conocer con toda exactitud si nos referimos a determinadas deudas (como las de los municipios y aun de las grandes compañías); pero ignoramos o nos es dado conocer sólo en forma muy deficiente el monto de los créditos recíprocos a corto plazo, que fueron creados, por razones técnicas, para facilitar el desarrollo de las transacciones internacionales, a propuesta alemana. Dentro de los límites de cierta aproximación, debería poderse establecer el monto de este endeudamiento exterior. En tanto que él no haya servido a fines puramente consuntivos, debe corresponderle una capitalización real en Alemania.

Según un nuevo y cuidadoso cálculo de la oficina de estadística del Reich, ese endeudamiento ascendió al 30 de junio de 1929:

Créditos a largo plazo	5.907,2 millones de marcos
Deuda a corto plazo	6.300,0 " " "
Deuda exterior, total	12.207,2

No deja de ser un hecho interesante, que esa cifra no sea sustancialmente superior al importe de los créditos otorgados a la economía rural en el mismo lapso de tiempo.

4º La capitalización se aminora mediante la exportación de capitales. Si se venden, por ejemplo, títulos alemanes o extranjeros, si se constituyen bienes en el exterior, ello significa una disminución de la capacidad de compra que hay disponible para inversiones. La importancia del monto de esta expatriación de capitales apenas si es posible calcularla. Es discutible si los grandes Bancos estarían en condiciones de conseguir datos al respecto. Quizá se pueda presumir que las empresas comerciales e industriales no se encuentran en condiciones de colocar en forma duradera grandes excedentes de capital en el exterior, desde que cualquier cambio de su situación que las condujera a una crisis les obligaría a traer de nuevo esas reservas. Queda, sin embargo, a dilucidar una cuestión de gran importancia, consistente, en si se puede suponer que esas empresas, que envían parte de sus capitales al exterior, se procuran por medio del crédito la satisfacción de las necesidades de su economía. Dado el alto costo del crédito, no es dado atribuir gran importancia a esta forma de expatriación de capitales. Por lo contrario, podría resultar de mayor importancia la expatriación de capitales de rentistas y también las inversiones de fortunas en el exterior. Si en las cifras de la balanza de pagos se debería suponer de poca importancia, entonces el lugar contrario de nuestro endeudamiento en capitales tendría que alcanzar sumas más de lo que ocurre. En tanto que el monto de los capitales introducidos aparentemente no oscila mucho más arriba de las cifras totales que revela nuestra balanza de pagos, se llegaría a la consecuencia de que esa expatriación de capitales no pesa fundamentalmente en la misma.

Por lo demás no debemos mirar como a una restricción de nuestra capitalización al monto total de las fortunas que se expatrian. Si un rentista coloca sus acciones, títulos hipotecarios, etc., en una caja de caudales extranjera, por otra parte él sigue viviendo en el país, y gastando aquí sus rentas como de costumbre, es decir, también en parte las consume y en parte las invierte en la compra de papeles, de modo que para el mercado interno no cambia nada. Recién si el alemán que ahorra liquidara su fortuna para comprar papeles extranjeros, casa, etc., entonces podría influir de alguna manera, ejerciendo una presión sobre el valor de esos mismos objetos en el mercado interior. Esto podría estimular de nuevo a comprar a los capitalistas extranjeros. De modo que se produciría un intercambio de títulos nacionales y títulos extran-

jeros. Si no se produjera tal demanda en el extranjero, entonces se produciría una gran expatriación de capitales bajo la forma de títulos alemanes vendidos sin la correspondiente creación de bienes extranjeros en Alemania, lo que conduciría a un rápido despojo de la existencia de divisa alemana, a una amenaza del cambio y, en consecuencia, a una tasa exorbitante del interés. Por esto, es de presumir que el monto de los capitales netos expatriados, esto es, el desplazamiento de papeles alemanes de manos alemanas para la adquisición de papeles extranjeros, se estima con mucho exceso. Por ello, la expatriación de capitales que sólo se propone poner a cubierto de los funcionarios fiscales los valores internos, adquiere mayor amplitud.

5° Tampoco se nos ofrece ningún dato sobre en qué extensión en las empresas comerciales se efectúan inversiones de capital, muy especialmente en el comercio minorista mediante la ampliación y el establecimiento de nuevas despensas y en el comercio mayorista mediante la racionalización. Estas inversiones, que en los últimos años deben haber constituido en total una suma por cierto creciente, son inversiones frustradas, en tanto que no correspondieran en el comercio minorista ni a una baja de los costes, ni a un aumento de las ventas. El desplazamiento de una esfera comercial a otra exige aquí inversiones, que de ninguna manera se traducen en un aumento del producido social.

La capitalización visible fué en el año 1929 sustancialmente menor que en los años anteriores. Esto lo demuestra el testimonio de las cajas de ahorro, pero especialmente la estadística de las emisiones. Si la capitalización no visible disminuyó con relación a 1928, entendida en el sentido de si no se han podido satisfacer urgentes necesidades de inversiones, o si debido al alto monto de las inversiones de los años anteriores se ha revelado un grado de eficiencia tal en numerosas industrias, de modo que no se produjo la necesidad de nuevas instalaciones, no se puede resolver sin una aclaración exacta de la situación. Ese fué seguramente el caso en numerosas industrias. En otras, principalmente en las industrias de la electricidad, se llevó a cabo una ampliación de las explotaciones. En el conjunto, se tiene la impresión de que una reorganización de la totalidad del organismo industrial no es oportuno ahora, considerando las posibilidades del momento, más o menos en relación con el año 1925.

6° Se debe señalar aún otra circunstancia. Una de las

últimas publicaciones del instituto de encuesta de las posibilidades comerciales (cuaderno especial No. 14) sobre ventas y existencias de mercancías en el comercio minorista alemán desde 1924, admite que tiempos de mala situación de los negocios las órdenes declinan más rápidamente que la declinación simultánea correspondiente de la demanda, y que, al contrario, en las circunstancias favorables para el comercio, suben más rápidamente de lo que el aumento del consumo justificaría. Esto quiere decir que el comercio, cuyos capitales de explotación no se han podido rehacer desde la época de la inflación, deja caer el peso de las existencias sobre la industria, la que en consecuencia desarrolla urgente y amplísima demanda de crédito. En el hecho, aparece ser hoy una sustancial parte de la demanda, la que determina una elevada tasa del interés, un demanda a corto plazo, a pesar de lo cual no siempre, sin embargo, se puede hablar de una demanda de crédito a corto plazo en el verdadero sentido de la palabra, pues el prestatario debe procurar, para consumir el proceso total de su operación, una renovación de sus débitos, desde que calcula que en ese curso de tiempo no le será posible revertir las sumas de su explotación. Por otra parte, tampoco se trata en estos casos de créditos a fines de inversiones.

Otra circunstancia debe señalarse aún, para acercar este esquema a la realidad: Sin duda, en el curso de estos últimos años se han efectuado numerosas inversiones frustradas, no sólo por vía de autofinanciación, sino también por medio del crédito. Hasta tanto la autofinanciación fracasó, el efecto es el mismo de si la capitalización hubiera sido menor en esa misma suma. Pero en cuanto las capitalizaciones frustradas se hayan efectuado por medio del crédito, se resiente de ello la situación de los Bancos, que no pueden hacer fluir de nuevo a la circulación las sumas prestadas. Así la gran cantidad de errores cometidos en los últimos años han debilitado nuestras reservas de capitales, y es ello también una prueba más de cuán deficientemente funciona, con frecuencia, el sistema circulatorio del régimen capitalista.

La tasa del interés y la capitalización.

Ahora, se dirá, y con ello se sindicarán como de escasa importancia a todas estas cuestiones, que la tasa del interés sería solamente la única señal de una capitalización insuficiente. Si el interés real de las cédulas hipotecarias de primer

orden se eleva por encima del 8 por ciento, y si los créditos bancarios se colocan aún a más alto interés, entonces sería evidente la insuficiencia de la capitalización, y sólo posible de elevar mediante un aumento de la rentabilidad. ¿Es este argumento exacto? La tasa del interés mismo es sin duda un hecho. Es, sin embargo, como ya se ha dicho, cuestionable que ella pueda tomarse como un signo indubitable de una capitalización insuficiente.

La tasa del interés resulta de la relación del monto de los capitales que se ofrecen y su demanda en un mercado determinado. Una parte de la demanda de capitales se satisfará mediante la autocapitalización, la que no llega entonces al mercado. En consecuencia, la oferta es menor, desde que una empresa cuyas ganancias no se aplicaran a inversiones, podría pagar más altos dividendos, los que a su vez buscarían una colocación dentro del mercado de capitales. Lo mismo vale para las explotaciones privadas. Hay, pues, dos clases de empresas. Una puede satisfacer en sí misma la propia necesidad de capitales, a lo sumo sólo tendrá que recurrir al mercado en busca de sumas para completarla. La otra clase de empresas y explotaciones que recién se inician necesita recurrir, para satisfacer su necesidad de capitales, al mercado. Le es preciso abonar los altos intereses del mercado sobre el monto total de los capitales que necesita.

Cuando se da el caso de un alto tipo de interés, existe también el peligro de que la inversión de sumas en la propia explotación se efectúe siendo inferior el rédito que devenga la inversión al tipo de interés en el mercado. Semejante práctica comercial no es siempre irracional. Pues la inversión en la propia explotación puede tener por resultado mantener el nivel de capacidad de competencia de la misma, esto es, mantener la seguridad de lograr la misma ganancia, y aun el de evitar pérdidas, a pesar de que el capital recientemente invertido redite menos del interés del mercado. Con frecuencia, mediante esta inversión se cambia la rentabilidad de toda la instalación, la que es así aumentada. Por eso no es dado establecer con toda exactitud, en la generalidad de los casos, los rendimientos suplementarios previsibles mediante la inversión de nuevo capital, desde que falta la base para la comparación — monto del rendimiento sin la inversión —. La explotación, en nuevo aspecto, puede constituir totalmente una nueva unidad económica; el grado de eficiencia del "viejo" capital puede resultar así muy superado, pero en todos:

los casos falta la posibilidad de calcular la del nuevo capital invertido.

Es un hecho importante en nuestro conjunto, el de que mediante esta dicotomía del mercado, la cuota de la demanda de capital en el extranjero se eleva con relación a la oferta de capital en el país. En el caso de una disminución de la importación de capital extranjero, sobre todo en el caso de cualquier entorpecimiento del mercado de capitales, se elevará más fuertemente el tipo del interés que por lo general en el caso de que no hubiera ninguna autocapitalización, y que todas las empresas buscaseñ satisfacer el total de sus necesidades de capitales en el mercado. Si, por ejemplo, hablando en forma rigurosamente esquemática, la capitalización inclusive todas las ganancias invertidas se toma como 100, y el capital extranjero debe ser atraído en la cantidad de 20; si, además, todas las inversiones fueran al mercado de capitales, entonces el atascamiento del mercado extranjero de capitales determinaríá cierta elevación del tipo del interés en el mercado interno, la que se debería cubrir con la rentabilidad previsible de las últimas inversiones, que podrían producirse del importe de capitales 100 (a este respecto, despreciaremos la contingencia de que la elevación del tipo del interés a un grado determinado, puede provocar de nuevo un aumento de la oferta de capitales dentro del país). Supondremos nosotros por caso que de 100, una cantidad de 50 se aplicará a la autocapitalización, y no son raros los casos de autocapitalización en los cuales no se puede hablar de una rentabilidad suficiente, o cuando menos casos en los cuales los capitales para las inversiones necesarias no se pueden tomar al tipo de interés del mercado. Entonces correspondería a una oferta de capitales internos de 50, una demanda interna equivalente, la que sería especialmente perentoria, esto es, cuyo límite de rentabilidad para el caso de una oferta de capitales de 70 (50 interna y 20 externa), tendría que ser más alta que en el primer caso supuesto, de una oferta interna de capital de 100 y una externa de 20. Pues la autofinanciación determinará frecuentemente una aplicación menos rentable de los capitales en el supuesto a que nos referimos. Un entorpecimiento en el mercado exterior de capitales debería tener, en este caso, como consecuencia una elevación del tipo de interés interno, la que sería superior a la suba en caso de una disminución de la oferta de capitales de 120 a 100. Así, la dicotomía del mercado

salva los efectos de una existencia restringida de capitales (1).

Aparentemente, en los últimos años la capitalización mediante el ahorro ha constituido una parte mayor en la acumulación visible, que antes de la guerra. De esta fuente se han obtenido los medios para financiar las actividades de la construcción, además de los producidos por el impuesto al interés de las casas-habitación. Se trata, en este caso, de una dirección de las corrientes de capitales muy deseable, pero — en unión de las circunstancias arriba citadas — la escasez de capitales para las necesidades del comercio y de la industria puede haberse agudizado así. Y en adelante, tanto más habrá capitales disponibles de esta fuente, cuanto que la urgente necesidad de casas-habitación se habrá cubierto y se reducirá el crecimiento de la población.

Capitalización y finanzas públicas.

Sólo una dilucidación de las cuestiones aquí planteadas, lo que sería posible mediante un conocimiento exacto de la situación del comercio y de la industria, podría aclarar algo el oscuro problema de la capitalización, y con ello, aclarar también la importancia de la tasa del interés en las presentes circunstancias. Si se espera una acción maravillosa de la rebaja

(1) En realidad, se debería contar con una influencia, naturalmente, menos enérgica de la autofinanciación sobre el nivel del interés, de la que a los efectos de una aclaración hemos supuesto en nuestra esquemática cifra de ejemplo. Para el año 1928, el último año de posibilidades normales, puede hacerse el siguiente cuadro de los totales que se han considerado: La capitalización puede apreciarse (según Walter) en 9 mil millones de marcos; las sumas netas de las importaciones de capital, según la oficina de estadística del Reich, en 4,5; la autofinanciación, según Prion, en 2,¼; en consecuencia, las existencias totales disponibles para la economía eran de 13,5 mil millones, de los cuales, 11,¼ circulaban en el mercado de capitales; 2,¼ se acumulaban en las explotaciones. (En realidad, es preciso deducir de los 11,¼ el interés de las hipotecas sobre las casas, que suma un total de 900 millones de marcos, los que de hecho no llegan al mercado de capitales). La rentabilidad de una parte del capital que se acumula mediante la autofinanciación queda seguramente sobre la línea-límite de rentabilidad o por encima de ella. Se calcula muy alto si se estima que la parte de capital acumulado por autofinanciación, que queda bajo de la línea de rentabilidad-límite, alcanza a un millar de millones de marcos. Entonces se llegará al resultado, que la tasa del interés, debido a la separación de la capitalización entre el mercado y las explotaciones de carácter industrial y mercantil, tanto más se elevaría, cuanto más debiera elevarse la rentabilidad-límite, si en vez de una oferta de 13,5 (correlativamente, deducidos los intereses hipotecarios sobre casas, 12,5) sólo hubiera una oferta de capitales de 12,5 (correlativamente, de 11,5) millares de millones de marcos.

lejos, a mi juicio, desde que en toda esa argumentación no se ha considerado el proceso de reversión de los capitales. La disminución de ciertos impuestos podría ciertamente estimular la capitalización, pero no influir decisivamente sobre todos los problemas aquí relacionados. Pero sí de nuestro estudio se deduce que en la determinación de la demanda de capitales pesa fundamentalmente hoy en la balanza la urgente demanda de crédito por parte de las reparticiones públicas, puesto que la curva de la demanda es muy empinada, esto es, la demanda no se aminora sustancialmente por la suba del interés. Por eso sería especialmente drástica la acción sobre el mercado de cualquier reducción de la demanda. Esto reza especialmente para los créditos a corto plazo. Por esta razón, no puede ser tomada muy en serio la trascendencia de una ordenada administración financiera y la eliminación de las dificultades de la caja del Reich y de las corporaciones públicas. Y tanto más cuanto que, a mi juicio, más se debe atribuir la fuga de una creciente parte de capital al temor de una nueva inflación que a las cargas impositivas, terror que es fomentado, por una parte, por la agitación de Hugenberg, y por la otra, por la política de los déficits. No marcha errado quien supone que será de mucha más importancia, en nuestra situación, allanar las dificultades tran- de los impuestos, como le ocurre a Stolper, entonces se va muy sitorias actuales de la administración financiera. Como la contratación de empréstitos a largo plazo se frustraría, el rápido restablecimiento del equilibrio se ha convertido en un postulado socialista. Aun son posibles ataques concentrados y sumamente peligrosos a la política económica del Reich, de los estados y de las comunas. Jugarán todavía los capitalistas enemigos de esta política las principales armas, que están precisamente en sus manos, si una abandonada política financiera hace aún de la superación del descubierto todo un problema. Como el mercado de capitales se ha convertido hoy en una arena de la lucha política y de clases, sería una criminal liviandad entregarse al adversario maniatados. El ejemplo de la política financiera de Viena demuestra que es posible realizar una política socialista de vastas proyecciones si al mismo tiempo se asegura financieramente, y a partir de ahí se hace despreciable cualquier ataque que se funde en razones puramente financieras. Entonces se puede emprender fácilmente un ataque concentrado en el terreno político. De manera que ahora es preciso dirigir las energías para salir, con la rapidez posible, de la zona de peligro. La restauración de las relaciones normales re-

cién será posible cuando se restablezca el intercambio de capitales con el extranjero sobre bases más sanas, y no se vea trabado por el encarnizado regateo de ciertas personalidades irresponsables.