



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



La política monetaria inglesa: 1931-1938

Arrarás Vergara, Raúl Erasmo

1938

Cita APA: Arrarás Vergara, R. (1938). La política monetaria inglesa, 1931-1938. Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas

Este documento forma parte de la colección de tesis doctorales de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios". Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.
Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires

71627

1701

176

T E S I S

LA POLITICA MONETARIA INGLESA 1931-1938



BIBLIOTECA

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES

RAUL E. ARRARAS VERGARA

Noviembre de 1938

71327

"Cada país debe, por encima de todo, confiar en sí mismo; es su problema particular tomar las medidas necesarias que harán posible su participación en la acción internacional. Tiene el derecho de esperar que los demás estados no le opongan obstáculos artificiales, y aún de que asumirán una actitud general en conformidad con los requerimientos de un sincero espíritu de colaboración internacional. Pero el esfuerzo decisivo es esencialmente la responsabilidad del estado individual, y sólo de él."

Informe Van Zeeland, 1937.



BIBLIOTECA

RECONOCIMIENTO:

Me es muy grato cumplir con un deber de reconocimiento hacia las bibliotecas del Banco Central, de la Facultad de Ciencias Económicas, del Banco Tornquist, y del Ministerio de Agricultura, por el abundante material que me han permitido utilizar, y por su buena disposición, que con justicia debo apreciar como colaboración eficaz.-

El apoyo moral que los Doctores Gondra y Broide, de nuestra Facultad, y el Doctor Máspere Castro, de la Facultad de Derecho, han prestado a este trabajo, compromete mi agradecimiento. Solo lamentaría que los méritos de esta labor no estuviesen a la altura de la gentileza que me han dispensado, obligándome a poner en ella mi mejor esfuerzo.-

Buenos Aires, Noviembre de 1938.-



I

LA POLITICA MONETARIA INGLESA 1931-1938

I N D I C E

	<u>Páginas</u>
<u>CAPITULO I.</u> LA PREGUERRA Y LA ESTRUCTURA MONETARIA INGLESA.....	1
1. Auri Sacra Fames.....	1
2. Moneda Inglesa.....	3
3. Banco de Inglaterra.....	7
4. Departamento de Emisión.....	13
5. Departamento Bancario.....	17
6. Los Bancos Comerciales.....	22
7. Las Casas de Descuentos y los Corre- dores de Letras.....	23
8. Las Casas de Aceptación.....	25
9. Las tasas o tipos de interés.....	26
10. Política monetaria de la preguerra....	29
<u>CAPITULO II.</u> GUERRA Y POSTGUERRA.....	31
1. La guerra de 1914.....	32
2. Prohibición de exportar oro.....	34
3. Creación de los billetes del Tesoro...	35
4. Retiro del oro de la circulación.....	38
5. La inflación de postguerra.....	40
6. El Informe Cunliffe.....	41
7. El proyecto de leva de capitales.....	44
8. El período 1920-1925.....	45
9. El retorno al patrón oro.....	54
10. Deflación y desocupación.....	62
11. El funcionamiento del patrón oro.....	65
12. Las influencias exteriores sobre la moneda inglesa.....	67
<u>CAPITULO III.</u> EL ABANDONO DEL PATRON ORO.....	71
1. El Informe Macmillan.....	75
2. El abandono del patrón oro.....	84
3. La posición del Gobierno.....	93
4. Las causas directas.....	95
5. Las causas indirectas.....	100
a) Sobrevaluación de la libra.....	100
b) La escasez de oro.....	102
c) El balance de pagos de Gran Bre- taña.....	105
d) Aspecto nuevo del mercado mone- tario.....	106
e) Los movimientos del oro.....	109
f) Falta de cooperación internacional.	111

II

	<u>Páginas</u>
6. Consecuencias.....	112
7. Producción y desocupación.....	116
8. La subvaluación de la libra.....	119
9. Análisis de la inconvertibilidad....	120
<u>CAPITULO IV.</u> LA CUENTA DE ESTABILIZACION DE CAMBIOS.....	129
1. Origen.....	129
2. Organización.....	131
3. Funcionamiento.....	137
4. La Deuda Flotante y la Conversión del Empréstito de Guerra.....	144
5. El mercado monetario y el crédito...	149
6. Los movimientos de fondos y la co- tización de la libra.....	153
7. Otros Fondos de Estabilización.....	172
8. Futuro de la Cuenta de Estabiliza- ción.....	175
<u>CAPITULO V.</u> EL BANCO INTERNACIONAL DE AJUSTES.....	178
1. El Banco Internacional de Ajustes....	178
2. Plan Young.....	179
3. Anuncio preliminar de una organiza- ción.....	180
4. Origen, Cooperación, Reparaciones....	181
5. Estatutos, Capital, Operaciones.....	186
6. Utilidades.....	191
7. Balances. Activo. Pasivo.....	192
8. Memorias.....	197
9. La labor del Banco Internacional de Ajustes.....	231
10. La política del Banco e Inglaterra...	233
<u>CAPITULO VI.</u> AISLAMIENTO Y CONSOLIDACION DE LA LIBRA.....	237
1. Tendencias de la política monetaria a partir de 1931.....	237
2. Conferencia de Ottawa.....	241
3. Conferencia de Londres.....	242
4. El bloque de la libra.....	245
5. Países que componen el bloque de la libra.....	248
6. Estabilidad del area esterlina.....	252
7. El mercado de capitales.....	256
8. Los fondos flotantes y la moneda ba- rata.....	261

III

	<u>Páginas</u>
9. La consolidación de la libra y el cambio de política.....	268
10. El Acuerdo Tripartito.....	270
11. Política de colaboración.....	275
12. El mercado del oro.....	276
13. Esterilización del oro.....	278
<u>CAPITULO VII. CONCLUSIONES.....</u>	283
APENDICE.....	297
I. Gobiernos Ingleses.....	297
II. Circulación en millones y tipos máximos y mínimos de la tasa bancaria desde 1913.....	298
III. Circulación en Gran Bretaña, Argentina, EE.UU. y Francia.....	300
IV. Reservas de oro.....	300
V. Deuda pública inglesa y sus servicios.....	301
VI. Presupuestos de Gran Bretaña y tipo del impuestos a la renta..	302
VII. Producción, precio medio y valor del oro.....	303
VIII. Emisiones de capitales.....	304
IX. Monto de los depósitos bancarios	305
X. Tipos medios de las tasas monetarias en Gran Bretaña.....	305
XI. Balances de Pagos Internacionales.....	306
XII. Números índices del costo de la vida.....	307
XIII. Números índices de precios mayoristas.....	307
XIV. Números índices de la producción industrial.....	308
XV. Balances del Banco de Inglaterra. Depósitos de Emisión.....	309
XVI. Departamento Bancario.....	310
XVII. Cursos medios del franco y del dólar en Londres.....	311
BIBLIOGRAFIA.....	312

C A P I T U L O I

LA PREGUERRA Y LA ESTRUCTURA BANCARIA INGLESA

1. Auri Sacra Fames.- 2. Moneda inglesa.- 3. Banco de Inglaterra.- 4. Departamento de Emisión.- 5. El Departamento Bancario.- 6. Los Bancos Comerciales.- 7. Las casas de descuentos y los Corredores de Letras.- 8. Las Casas de Aceptación.- 9. Las tasas o tipos de interés.- 10. Política monetaria de la preguerra.-

1. AURI SACRA FAMES.

Así califica Keynes -con aguda certeza- la tradición que ha hecho del oro "metal precioso" desde hace cinco mil años. Demasiado escaso durante la mayor parte de ese tiempo para servir de base a las transacciones comerciales, fué segundo de la plata como moneda de cambio durante siglos. Pero los últimos cien años han visto crecer extraordinariamente su importancia, su circulación, y también han visto desaparecer su tangibilidad como moneda de cambio, transformada en el atesoramiento -casi exclusivo de los Bancos Centrales- que ha dado al mundo la moneda representativa.-

La ciencia económica ha trocado la importancia que en su teoría tenía el oro como sujeto de cambios y como medida de valor, paralelamente a su cambio de destino, e influenciada por él.-

Inglaterra, cuya política monetaria se va a estudiar, inició y sostuvo el movimiento que desplazó el bimetalismo de casi todo el mundo para dar lugar al uso universal del patrón oro. Como es frecuente con

fundir la existencia del patrón oro con la "auri sacra fames" que de antiguo goza el metal amarillo, será conveniente formular una somera reseña de su desenvolvimiento.-

Las condiciones que siglos de experiencia han determinado como características de una buena medida de cambio: aceptabilidad, valor intrínseco, medio de cambio, divisibilidad, homogeneidad, facilidad de reconocimiento y estabilidad de valor, han significado que entre las muchas probadas durante el desarrollo de la civilización, la plata, el oro, el cobre y el níquel desplazaran a todas las demás.-

Los billetes de banco, el papel moneda, han condensado para la mayoría de las transacciones todos los méritos enunciados excepto dos: valor intrínseco y estabilidad de valor.-

Los metales han desaparecido como medios de cambio excepto en cuanto se refiere a la moneda subdivisionaria: las monedas de oro son ya piezas de colección, o elemento, para muy pocos, de atesoramiento. De paso sea dicho, es menester reconocerle razón al Dr. Freud cuando dice que "hay peculiares razones hundidas en nuestra subconciencia que hacen que particularmente el oro satisfaga fuertes instintos y sirva como un símbolo".-

Las teorías monetarias, las políticas monetarias, tienen como fin en la actualidad, el de indagar la forma en que el papel moneda pueda revestirse de aquellas

virtudes de valor intrínseco (relativo, naturalmente) y estabilidad de valor. Con altibajos, la evolución ha tendido a una moneda mejor, obteniendo mayores beneficios en el intercambio nacional o internacional. Es razonable esperar que el mundo gozará aún de una moneda mejor en el futuro, si es posible que, contra las apariencias, consiga desligarse de las dolorosas consecuencias de la guerra de 1914.-

2. MONEDA INGLESA:

El "aureus" de Augusto, llevado por Julio César a Britannia, moneda de oro contenida 42 veces en una libra y equivalente a 25 dineros ("denarii") de plata; el sestercio de bronce (un cuarto de un dinero) y las otras monedas romanas se esparcieron durante la dominación del Imperio; aún existió una casa de acuñación en Londres. Junto con las emisiones de Bizancio, que llegaron más tarde, sirvieron de medios de cambio en las Islas Británicas hasta comienzos del siglo XII, como también en casi toda Europa Occidental.-

La próspera Florencia de 1250 impuso luego su "florin" de oro y sus "solidus" de plata, mejor conocidos por "shillings" (chelines) en el lenguaje popular inglés. El "penny" (penique) de plata de los reyes Carlovingios franceses, del cual 12 equivalían a un chelín, circulaba profusamente, dando origen al sistema de £.s.d.- Libra, o £, venía del francés "livre" o del lombardo "libra", s. de "solidi" o "shillings" y d. del latín "denarii" o peniques.-

Los "severeigns" o libras inglesas fueron acuñadas por primera vez en 1489, usándose conjuntamente con otras monedas de oro inglesas o extranjeras, de general aceptación, como la guinea, el florín, el angel, el noble y medio noble, el ducado, etc.-

La guinea, que representaba 21 chelines, llegó durante los siglos XVII y XVIII a tener mayor aceptación que el "sovereign". Los descubrimientos de la Edad Moderna, que significaron la decadencia de las ciudades italianas, trajeron también un notable florecimiento del comercio inglés, que se extendió a todos los mares de la tierra. Españoles y portugueses, ceñidos a sus colonias, dejaron amplio campo a ingleses y holandeses, y la £ fué conocida y aceptada en todas partes como moneda de cambio. (1)

En 1694, a imitación de las poderosas instituciones de Milán, Florencia y Amsterdam, se funda el Banco de Inglaterra, que inicia una nueva era en el comercio británico. Adam Smith lo describe en 1776 como "el más grande banco de circulación en Europa" y compara su estabilidad financiera con la del gobierno de Inglaterra.-

Fué autorizado y establecido por Ley del Parlamento, privilegio que no podía extenderse a ninguna otra casa bancaria y tuvo la misión de emitir billetes y constituirse en Banco de Estado. Desde entonces acá, en sus directores ha residido el manejo y la responsabili-

(1) La supervivencia de las monedas en extrañas latitudes es sorprendente y muchos argentinos pueden atestiguar como han visto, aún en el 1900, realizar la mayoría de las transacciones de la costa del Uruguay o de Río Grande del Sur, en libras esterlinas.-

dad de la moneda inglesa, que ha sido la moneda del Banco de Inglaterra. Su actuación es la más prolongada y eficaz que se conoce; su prestigio reconocido por nacionales y extranjeros; su participación en el ascenso de Gran Bretaña a potencia económica, preponderante.-

Su primitivo capital fué de £ 1.200.000, que debía prestar al gobierno. Pronto se imprimieron £ 480.000 en billetes que fueron aceptados a la par con el oro en todo el Reino.-

A los dos años se produjo una escasez de metálico: fuertes retiros de oro a los que el Banco no pudo hacer frente hicieron el papel inconvertible, que en febrero de 1697 llegó a cotizarse con un descuento de 24%.-

Vuelta la normalidad y la conversión, su prestigio se acrecentó y con él, el de sus billetes: llegó a tener el monopolio de la emisión en 30 millas alrededor de Londres y sus notas fueron aceptadas en todo el Reino. Los Bancos provinciales sintieron la necesidad de constituir con ellos parte de sus reservas para facilitar los negocios con la capital.-

Mientras tanto, ciertas divergencias surgían de tiempo en tiempo entre el valor relativo de la plata y del oro, que mantenían una tasa fija de 16 a 1. Debiendo llevar las cuentas comerciales en una sola moneda, la variabilidad entre ambos patrones se prestó a polémicas. Locke, con todo su prestigio e influencia, pedía en 1691 un monometalismo plata y tan le parecían evidentes las ventajas de la plata, que consideraba innecesario enumerarlas. Pero como la plata se depreciara

en el mercado interno y llegara a cotizarse a 22 che-
lines de plata por guinea, comenzó un éxodo de plata
hacia el extranjero y un influjo de oro hacia Ingla-
terra.-

La guerra con Francia detuvo este movimiento, que
recomenzó luego de la paz de Utrech en 1714.-

Como a la tasa oficial convenía importar oro y
cambiar en el Cuño Real, hacia 1750 habian practica-
mente desaparecido de Inglaterra las monedas de plata
y este país se manejaba bajo una base oro para su co-
mercio y transacciones.- Retirándose la plata de uno
de los mercados más comerciales, y traficando los in-
gleses casi exclusivamente en oro, la demanda por
aquel metal disminuyó cuando precisamentè aumentaba
la oferta. La proporción 16 a 1, con altibajos, fué
perdiendo estabilidad, y los grandes descubrimientos de
Australia y California vinieron a dar el golpe de gra-
cia a su valor como medida de cambio.-

Durante la segunda parte del siglo XVIII, los
bancos provinciales, que poseían autorización para
emitir billetes, lanzaron papeles de pequeños valo-
res; un chelin o más, que terminaron su circulación
con la profunda crisis de 1772, durante la cual buen
número de bancos menores debió cerrar sus puertas.-

La guerra con Francia, comenzada en 1794, tuvo
para Inglaterra malos resultados financieros, pues
el stock de oro del Banco disminuyó de 8 millones a
2 y medio millones, y en 1797 Pitt, dispuso la suspen-

sión de los pagos en oro. Esta inconvención duró hasta 1821, es decir, seris años después de terminadas las guerras con Napoleón, y es la más prolongada que se registra en la historia de la libra esterlina. De la par de £ 3.17.9. la onza de oro llegó a cotizarse en 1814 a £ 5.4.0.-

3. BANCO DE INGLATERRA.

Creado para asistir las necesidades del Gobierno (su capital original de £ 1.200.000 debía ser concedido en préstamo perpetuo) su posición de banco de estado le otorgó ciertos privilegios que lo colocaron de inmediato por encima de los demás bancos privados.-

La emisión de papel moneda estuvo limitada para los demás bancos a compañías de no más de seis miembros, que eran solidaria e ilimitadamente responsable por el pasivo de las entidades.- Esta circunstancia colocó al resto de las entidades autorizadas a emitir papel moneda en una situación de inferioridad, desapareciendo gradualmente. En 1821 al absorber el Lloyd's Bank a la casa bancaria Fox Fowler & Co. de Wellington, condado de Somerset, dejó de existir el último banco competidor del Banco de Inglaterra para la emisión de billetes.-

Tuvo, además, desde un principio, la exclusividad de emisión para la ciudad de Londres y un radio de 30 millas a su alrededor que luego se extendió a 65. Como un alto porcentaje del comercio interior y la mayor parte del exterior convergían en Londres, su posición de

proveedor de moneda de tan importante centro lo fortificó.-

El Banco, como el Reino Unido, no tiene constitución escrita y su manejo se basa más bien en conceptos tradicionales, si no más, por lo menos tan fuertes como la ley.-

En realidad, puede efectuar toda clase de operaciones con la sola excepción, establecida en la ley de 1694, llamada "Tonnage Act", de no traficar en mercaderías "para evitar la opresión de los súbditos de Su Majestad" y el vice gobernador del Banco, Sir E.M. Harvey declaraba en una encuesta contenida en el Informe MacMillan, que "estaba en libertad de realizar cualquier operación que le resultara ventajosa" con la salvedad ya apuntada.-

Las operaciones comerciales del Banco, durante los siglos XVII y XVIII fueron las de cualquier otro banco de depósitos, pero cuando desde los comienzos del siglo XIX las necesidades del desarrollo comercial e industrial promovieron la amalgama y crecimiento de los bancos particulares, fué abandonando paulatinamente estas actividades, a sus nuevos rivales.-

No compitió ya en descuentos comerciales, salvo algunas relaciones con viejas firmas, que aún hoy conserva a pesar de su escasa importancia.-

"El punto de vista oficial es terminar progresivamente todas aquellas operaciones que pueden ser igualmente realizadas por los otros bancos, reteniendo sin embargo, al mismo tiempo, en teoría, la completa liber-

dad del Banco Central para efectuar tales operaciones". (1)

Se observa desde entonces una tendencia creciente a circunscribirse a sus funciones principales: Instituto de emisión, banco de Estado y banco Central.-

El actual capital es el mismo de £ 14.553.000 que le fijara la ley de reformas de 1844 (Peel's Bank Act). Es enteramente privado, repartiéndose sus acciones entre 14.000 accionistas; no existen restricciones para ser accionista y se vota en sus asambleas con £ 500 de capital, pero nadie tiene más de un voto en la asamblea. Las reservas y dividendos no distribuidos alcanzan a unos £ 3.500.000, dentro de lo que se puede colegir por sus informes semanales. Se considera generalmente que bajo el rubro de "Depósitos" figuran reservas ocultas.-

No existe ninguna intervención gubernamental en el manejo del Banco salvo las regulaciones referentes a la emisión de papel moneda contenidas en las leyes de 1694, 1844 y 1928.-

Dirige sus operaciones un Consejo compuesto de un gobernador, un vice-gobernador y 24 miembros. Teóricamente la elección corresponde a la Asamblea, pero en la práctica indica los nuevos miembros al mismo Consejo y nunca han sido rechazados. Es tradicional que estén representadas las casas bancarias de aceptación (Acceptance Houses p.e Baring Brothers) y que no lo es-

(1) Truptil R.J.- Les banques britanniques et le marché monétaire a Londres. Pág.30.-

tén los grandes Bancos de descuentos (The Big Five); los intereses de la navegación, seguros, ferrocarriles están casi permanentemente representados, pero no así los que signifiquen un sector muy unilateral en el comercio o la industria.-

También era tradicional el cambio de gobernador y vice-gobernador cada dos años; pero la tradición se ha roto desde 1919 debido a la presencia de una fuerte personalidad, la de Mr. Montagu Norman, ya mundialmente conocida y al que se le acredita con una extraordinaria capacidad para el puesto.-

Se ha buscado siempre que para los directores y gobernadores signifique más su estipendio personal que la utilidad que puedan derivar de sus acciones, de manera que no influyan en sus decisiones propósitos ajenos a la misión del Banco y que pudieran afectar la responsabilidad que se le asigna y reconoce en el manejo de los asuntos financieros.-

Administrativamente y desde la ley de 1844, está dividido en dos departamentos: Emisión y Bancario (Issue Department & Banking Department) actuando en el primer caso como verdadera institución del Estado, de la que no obtiene utilidades (cuando existen se transfieren al Tesoro) y en el segundo como entidad privada.-

Un algo por disposición de la ley y un mucho por tradición, el Banco no realiza ganancias cuando esto vaya contra el interés colectivo y aún soporta pérdidas cuando se trata de tomar medidas que tiendan a re-

cuperar la normalidad en el mercado monetario.-

"Dos bancos están contenidos en el Banco de Inglaterra" dice W. Leaf (Banking-Pag.32) y agrega que es tal vez más importante la responsabilidad de los directores hacia el interés público que el dividendo que deben pagar a los accionistas de la sociedad.-

La ley de 1844 dió al Banco un límite de emisión de £ 14.000.000, es decir £ 2.984.900 en exceso de la "Funded Debt", por la que pagaba el Estado un interés del $2\frac{1}{2}\%$.- Esta deuda era la que el Estado tenía con el Banco por sucesivos adelantos efectuados desde el inicial de £ 1.200.000 al tiempo de la fundación.-

Le dió además la facultad de emitir $\frac{2}{3}$ de los billetes que se retiraran de la circulación, provenientes de otros bancos provinciales que dejaran de hacerlo, por voluntad propia ó extinción de la autorización.-

Por cada otra libra que emitiera en billetes, el Banco debería tener el correspondiente encaje en oro. La ley la obligaba a entregar una onza de oro por cada £ 3.17.10 $\frac{1}{2}$ (precio de venta) y a entregar £ 3.17.9 (precio de compra) en papel por cada onza de oro que se le presentase. Estaba obligado también a acuñar el oro que para tal fin se le entregase, sin cargo, y la diferencia de $1\frac{1}{2}$ peniques por onza compensaba con creces el interés durante la acuñación, por lo que la operación normal consistía en comprar o vender el oro a los precios señalados.-

Esta rigidez característica del Banco de Inglate-

rra no trajo los inconvenientes que hubiera originado en otros países por dos razones; en primer término por el extraordinario uso del cheque en todas las actividades y luego por las características especiales de la economía del país, principalmente comercial y manufacturera y a la que no afectaban mayormente los períodos de cosecha con sus demandas de crédito y efectivo.-

Sin embargo el Banco de Inglaterra ha debido suspender varias veces la redención de sus billetes por oro. Esto ocurrió por primera vez a los dos años de fundado, en 1697, y luego con intermitencias en el siglo XVIII. Las guerras napoleónicas, con sus considerables efectos sobre el comercio y la economía inglesa trajeron la inflación y provocaron la suspensión de pagos en 1797 hasta 1821. Este período fué desastroso para el país y entre 1814 y 1816, 240 bancos del interior suspendieron pagos y 89 quebraron.-

Poco después, en 1833, sus billetes fueron proclamados curso legal, pues hasta entonces no lo eran, a pesar de que por ser aceptados para el pago de impuestos su circulación se veía favorecida.-

En 1839 tuvo lugar un nuevo período de inflación, esta vez debido a la fiebre de especulación que provocaron las inversiones en las nuevas repúblicas de América Latina y en infinidad de empresas de desenvolvimiento industrial. En Septiembre de ese año, sin llegar a suspender pagos, se vió en la necesidad de recurrir a la ayuda de Francia. Esta crisis creó movimiento de opinión tendiente a una mejor reglamentación

bancaria que dió origen a la ya citada ley de 1844.-

A pesar de quitarse por ella la iniciativa a la dirección del Banco en materia de emisión, y de crearse un sistema que se consideró automático, se le hizo responsable, indirectamente, del manejo de la política monetaria.-

Estando limitada la emisión por la afluencia de oro, solo podía aumentarse por la importación de metal. Si el balance económico favorecía a Inglaterra, esta afluencia de oro se producía normalmente. Si las circunstancias eran otras, la forma de atraer metal era elevando la tasa del descuento bancario. En esta forma se prevenía la expansión de los créditos en forma exagerada, y se promovía la colocación de capitales en Londres. Cita Leaf un viejo aforismo de la City de Londres que decía "7 % traerá oro de la Luna", pero, agrega, "se necesita tiempo para traerlo aún desde París".-

Hubo, en efecto, "corridas" en diversas oportunidades y en tres ocasiones 1847, 1857 y 1866, fuertes crisis hicieron necesario recurrir a los poderes de la ley para aumentar la emisión sin encaje. Es en estas oportunidades que fué suficiente el conocimiento de que habría fondos disponibles para calmar a los más exaltados, y puede decirse que Gran Bretaña ha gozado ininterrumpidamente del patrón oro hasta 1914.-

4. DEPARTAMENTO DE EMISION.

Un ligero estudio de esta Sección servirá para aclarar la posición monetaria inglesa hasta la gran guerra.-

Siendo el único Banco importante de los constituidos bajo la forma de sociedad anónima (Joint Stocks Banks) con derecho de emitir papel moneda, ha tenido por un siglo su casi total monopolio, y desde 1921 el entero monopolio, en Inglaterra y Gales. En Escocia existen aún 8 bancos emisores y algunos en Irlanda del Norte que tienen sus billetes propios: la emisión fiduciaria tiene un límite fijado por la ley, pasando el cual debe existir un encaje en oro o en moneda de curso legal, es decir, billetes del Banco de Inglaterra. De hecho, todo el respaldo consiste hoy día en billetes del Banco de Inglaterra, según puede observarse en las siguientes cifras consignadas en el Informe Macmillan (1931).-

	Emisión autorizada s/encaje	Circulación media	Respaldo en billetes del Bco. de I.
Escocia	£ 2.676.000	£ 20.000.000	£ 17.324.000
Irlanda del Norte	<u>£ 1.634.000</u>	<u>£ 8.800.000</u>	<u>£ 7.166.000</u>
	£ 4.310.000	£ 28.800.000	£ 24.490.000

Si se tiene en cuenta que la circulación de billetes en todo el país era de £ 350.000.000 se verá hasta que punto es el billete del Banco de Inglaterra la moneda universal.-

Este billete, aunque anteriormente gozara de ilimitado prestigio, solo fué curso legal en 1833, con lo que se le otorgaba, incuestionablemente, la garantía del Estado. Esta fué legalizada por la ley de 1844 que regula al mismo tiempo las condiciones de la emi-

sión.-

La deuda original del Estado, de £ 1.200.000 en 1696 había llegado en 1844 por una serie de préstamos sucesivos a £ 11.015.100 que se designaba con el nombre de "Funded Debt" (Deuda consolidada). Así se le llamaba aún y existe con el mismo monto. Sobre esta cantidad no existen título o bonos, pero el Tesoro registra en su Pasivo, por medio de una simple anotación esta deuda con el Banco de Inglaterra.-

El Departamento de Emisión presenta un balance separado en el Informe Semanal del Banco de Inglaterra. El que se transcribe a continuación es el correspondiente al 22 de julio de 1914, una semana antes de comenzar la guerra mundial:

BANCO DE INGLATERRA

Cuentas para la semana terminada el miércoles, 22 de Julio de 1914.

DEPARTAMENTO DE EMISION

Billetes emitidos £ 57.914.410	Deuda con solidada	£ 11.015.100
	Otros tí- tulos	£ 7.434.900
	Oro amone- dado y en barras	£ 39.464.410
	<hr/>	<hr/>
£ 57.914.410		£ 57.914.410

Ya se ha explicado el origen de la Deuda Consolidada, que en los balances figura como "Funded Debt". Bajo el rubro "Otros títulos" (Other Securities" en el original) figura el exceso de 2.984.000 £ autorizado

por la ley de 1844, al que se ha ido progresivamente agregando el monto (2/3) de la circulación de otros bancos ingleses que ha desaparecido por causas diversas. En 1921, cuando el último banco con circulación autorizada es absorbido, el rubro "Other Securities" llega a £ 6.734.900.-

Bajo el rubro de "Otros títulos" el Banco está autorizado a mantener otras reservas que le parezcan convenientes y que no sean metales preciosos. La Ley de 1928, que refunde la emisión del Banco de Inglaterra con la del Tesoro, contempla la posibilidad de incluir papeles comerciales.-

Puede observarse que momentos antes de la guerra un encaje de £ 40 millones en oro era suficiente para financiar todo el movimiento económico internacional de Inglaterra. Al terminar la guerra el Informe Cunliffe consideró necesaria una reserva de £ 150 millones, y en 1931 el Informe Macmillan consideró esta cantidad insuficiente en vista del monto de las transferencias. Actualmente el stock monetario de Inglaterra es superior a £ 500 millones de libras, y se considera que no es una reserva exagerada en vista de las obligaciones a corto plazo y a la vista que están pendientes en todo momento.-

El funcionamiento del patrón oro y de la circulación era antes de la guerra sumamente simple y se respaldaba en tres expedientes: el manejo de la tasa del descuento, la compra o venta de títulos comerciales o públicos y la realización de disponibilidades en el ex-

terior. La tasa del descuento subió a 10% en tres ocasiones, índice de la gravedad de la situación; en varias ocasiones se aumentó con autorización del Parlamento la emisión fiduciaria, es decir no respaldada, y en una o dos se requirió la ayuda del Banco de Francia que efectivamente la prestó.

Los tiempos eran, no obstante, comparativamente mucho más quietos que los actuales en materia de oscilaciones monetarias.-

Como se verá más adelante, al retirarse las monedas de oro de la circulación, durante la guerra, se autorizó la emisión de billetes del Tesoro de £ 1 y 10 chelines, que fueron a refundirse con los del Departamento de Emisión del Banco de Inglaterra por la Ley de 1928.-

El Departamento de Emisión está obligado a comprar todo el oro que se le presente a razón de 85/- la onza de fino, y solo puede emitir billetes contra un equivalente respaldo de oro, en cuanto exceda de la circulación fiduciaria que es en la actualidad de 200 millones de libras. Naturalmente que estando el precio del oro en el mercado libre a 147/- la onza de fino (Noviembre 18/1938) nadie lleva oro a vender al Banco de Inglaterra .-

5. EL DEPARTAMENTO BANCARIO.

Paralelamente al Departamento de Emisión, el Departamento bancario llena las funciones "privadas" del Banco de Inglaterra: es banco de bancos y en ocasiones

opera como un banco comercial. Actúa de agente fiscal para el Gobierno, recibe como "Depósitos Públicos" todas las entradas de Presupuesto, maneja las cuentas de la Deuda Nacional, y hace adelantos al Gobierno, por corto tiempo, bajo la forma de "Ways & Means", cuando los gastos exceden de los recursos.

El balance del Departamento Bancario, publicado semanalmente, toma la siguiente forma:

Weekly Report para el 19 de Octubre de 1938.-

Capital	£ 14.553.000	Títulos Públic.	104.931.164
Rest	3.120.398	Otros títulos:	
Depós. Públic.	33.762.955	Desc. y adelant.	8.000.235
Otros Depósit.:		Títulos	23.931.808
Bancarios	90.927.941		13.932.043
Otras cuentas	35.862.351	Billetes	40.023.242
	126.790.292	Oro y plata en monedas	1.340.196
	<u>178.226.645</u>		<u>178.226.645</u>

Es de hacer notar que en la Contabilidad inglesa el Pasivo figura a la izquierda de los balances y el Activo a la derecha.-

En el Pasivo encontramos los siguientes rubros:

Capital. (Proprietors' Capital): El capital original de £ 1.200.000 fué aumentado en varias ocasiones y permaneció en la misma cifra desde 1844: £ 14.553.000.

Rest. Esta designación comprende las reservas visibles y ganancias no distribuidas del Banco, pero es presumible que parte de las reservas reales estén incluídas bajo la denominación de "Otros Depósitos".-

Depósitos Públicos. (Public Deposits). Incluye los depósitos que corresponden a todas las actividades del Estado, excepto las de ciertas entidades autóno

mas como el Correo, que maneja los ahorros, o el Seguro de Desocupación, que también dispone de grandes cantidades. Por lo general el Tesoro, y con él los varios departamentos bajo su dependencia, disponen de sumas de consideración en el Banco de Inglaterra.

Depósitos bancarios. Representa exclusivamente los saldos de los bancos comerciales que tienen sus principales negocios en Inglaterra y forma parte de los recursos de caja de los mismos. No existen mínimos, pero por lo general los bancos mantienen en el Departamento bancario el 5% del total de sus depósitos.-

Otras cuentas. ("Other Accounts") es un rubro que incluye saldos de otros bancos, especialmente los que tienen negocios en el extranjero; los saldos de bancos centrales extranjeros mantenidos en Londres; de los bancos coloniales y de las casas financieras; algunos depósitos particulares y aquellos de los Gobiernos coloniales, Dominios y Municipalidades.-

Letras a 7 días. ("Seven days & other bills"). Este rubro, que en otro tiempo tuvo alguna importancia por que se trataba de papeles cobrables a los siete días de su emisión, emitidos especialmente para viajeros que debían transitar por caminos inseguros, ya no tienen ninguna razón de ser, y es difícil explicarse su mantenimiento.-

El activo del Banco incluye las siguientes partidas:

Títulos Públicos. (Government Securities): Comprende este rubro los valores públicos que tiene en su

poder el Banco: títulos de la deuda, letras del Tesoro adquiridas directamente por el Banco (a diferencia de las que le han sido descontadas) y adelantos en cuenta corriente que se designan con el nombre de "Ways & Means", expresión que ni aún con una traducción muy libre alcanzaría a significar en castellano. Literalmente quiere decir "Modos y Medios",-

Otros títulos. (Other securities) se subdivide en dos sub-rubros: a) Descuentos y Adelantos (Discounts & Advances), que comprende el monto de lo prestado por el Banco con garantía de letras comerciales o del Tesoro, y a veces con garantía de títulos bien cotizados hasta cubrir el préstamo con un exceso del 5%. Aparte del stock de oro es el ítem más interesante del balance semanal porque permite apreciar hasta que punto los corredores (bill brokers), o casas de aceptación han recurrido en determinado momento al Banco y como es de abundante o escaso el dinero en el mercado monetario. Estas operaciones son por no menos de ocho días y no más de 90.-

b) Títulos (Securities) incluye títulos en posesión del banco que no sean emitidos directamente por el Tesoro (Dominios, colonias, municipalidades) y según parece, también las letras comerciales adquiridas directamente por el Banco.-

Billetes. Los billetes emitidos, pero que no han salido de la circulación, figuran en este rubro, como también figuran en el Pasivo del Departamento de Emisión, por lo que en realidad la emisión de un momento

cualquiera solo comprende la diferencia entre ambas cantidades.

Oro y plata. Comprende casi exclusivamente monedas de plata, en su paso desde el Cuño Real hacia los Bancos y el público.-

La "proporción" ("ratio") es el cociente del producto de la reserva (incluyendo billetes y monedas de oro y plata) por 100 como dividendo y las cifras de los depósitos, públicos y otros, como divisor. Antes de la guerra la proporción era de 40 a 50 % y suponía gravedad su descenso hasta el 30 %, situación que requeriría un aumento de la tasa bancaria. La tasa bajó sin provocar sobresaltos hasta 14 % en 1921; pero en razón del aumento de la circulación fiduciaria ha vuelto a aumentar.-

El Banco de Inglaterra no presta directamente a los bancos comerciales: sus préstamos son hechos ya al Gobierno o al "money-market", mercado monetario, en forma de adelantos a las casas corredoras ("bill brokers") o por descuento de letras comerciales o del Tesoro. El tipo mínimo a que el Banco realiza estas operaciones es la "tasa bancaria". Las operaciones con garantía colateral de títulos ("upon collateral"), que el Banco hace aún con quienes no son sus clientes directos, son a un tipo superior de $\frac{1}{2}$ a 1 % a la "tasa bancaria". El Banco, si desea restringir la base circulatoria, aparte del alza de la tasa bancaria en caso de crisis aguda, puede servirse de la aplicación del plazo mínimo, negándose a prestar o descontar por menos de 10, 15 o los días que crea necesarios.-

6. LOS BANCOS COMERCIALES.

Bajo el nombre del "Joint Stock Banks" se designan los bancos comerciales comunmente conocidos también por "los cinco grandes" (The big five): Barclays, Lloyds, Midland, National Provincial y Westminster. Su nombre deriva de su formación original; sociedades por acciones, no habilitadas para emitir billetes, diferenciándolas de los bancos privados cuyo capital no podía pertenecer a más de seis personas.

Aquella limitación fué el origen de su grandeza, pues al permitirles el aumento de su capital han ido creciendo paulatinamente por amalgama o absorción de otros bancos. Su capacidad bancaria es enorme y siempre se da como una razón de la superioridad inglesa en el campo financiero, el limitado número y poderío de sus Bancos comerciales.-

Subsisten aparte de los nombrados unos pocos bancos comerciales, no más de cinco, entre ellos el Martin's Bank cuyo continuo crecimiento indicó que llegaría a compararse a los "cinco grandes".-

Tienen también casas en Londres los Bancos provinciales, muchos de ellos de considerable importancia, y que son los que financian especialmente los centros industriales de Birmingham, "las cinco ciudades"; y Escocia.-

Estos bancos operan en la forma habitual para estas instituciones en todo el mundo. Su vinculación especial con el mercado monetario inglés reside en los préstamos denominadas "call money" ("moneda de llama-

da" o "moneda a corto plazo") que efectúan cada día a los "bill brokers" o corredores de letras, a plazos muy cortos y a tasas reducidas, que varían diariamente, y que se publican como, "call-money rates".- Los bancos comerciales invierten así, con suma liquidez, los fondos que retienen por encima de lo que consideran un encaje prudente.- El corto término de estos préstamos hace que los bancos, si en determinado momento les parece conveniente reforzar su encaje en numérico, puedan no renovar los adelantos de "call-money", contando así con nuevos recursos líquidos. Por esta razón se le llama "segunda reserva" de los Bancos.-

7. LAS CASAS DE DESCUENTOS Y LOS CORREDORES DE LETRAS.

"El mercado de descuento de Londres es el aspecto más remarcable de la City, y es una institución que no tiene equivalentes en ningún otro centro financiero," dice Truption con marcado acierto. (1)

Treinta casas, "discount houses" y "bill brokers", muchas de ellas centenarias, tienen a su cargo el comercio de los fondos disponibles en Londres en cada momento. Las necesidades de dinero y las ofertas se canalizan en letras, instrumento de toda eficacia para financiar el comercio internacional, en el que tiene Londres una parte tan importante; las necesidades de los bancos provinciales; los altibajos del mercado de cambios; y la deuda flotante, que ha aumentado consi-

(1) Truption R.J. - Les banques britanniques. Pág.110.-

derablemente de volumen después de la guerra.-

Estas instituciones poseen capital propio y gozan de grandes facilidades para obtener dinero barato de los Bancos contra las letras que ofrecen en garantía; al invertir nuevamente los fondos obtenidos vuelven a gozar de ulteriores disponibilidades, y su utilidad deriva del enorme tráfico que así realizan, pese a la escasisima diferencia entre el tipo de interés que pagan los bancos y el que gozan las letras descontadas.-

Los recursos propios de estas casas pueden calcularse en £ 15.000.000, y algunas reciben de sus clientes depósitos a retirar con preaviso y por los cuales pagan interés, al tipo que se denomina "deposit rate" tasa de depósito.- Las inversiones son letras comerciales o del Tesoro, pero nunca pagarés o documentos comerciales similares, reservándose estas operaciones para los bancos comerciales.- Estos, a su vez, solo descuentan letras de los "bill-brokers" y nunca van a competir con ellos a su fuente.-

Las casas de descuento y corredores de letras obtienen sus letras comerciales de las "casas de aceptaciones". En cuanto a las letras del Tesoro, operan o no directamente según sus disponibilidades y en competencia con las casas de aceptación. Como los "corredores de letras" pueden tomar prestado del Banco de Inglaterra y los bancos comerciales no, sirven de intermediarios, pues estos últimos, si requieren numerario, no renuevan sus adelantos, los corredores deben conseguir dinero de donde puedan, aún a tipo más alto de

interés, y es en estas circunstancias que recurren al Banco de Inglaterra, abonando la "tasa bancaria" que es siempre el tipo más alto del mercado monetario.-

8. LAS CASAS DE ACEPTACION.

Las "finance & accepting houses" han constituido un destacado factor entre las instituciones que han dado a la "City" de Londres su preponderancia financiera. En cada país, en cada ciudad del mundo comercialmente importante, alguna de ellas es conocida.-

Para nuestro país, Baring Brothers es la más familiar. El solo recuerdo de la financiación del préstamo a Rivadavia en 1825 explicará la índole de estos singulares banqueros sin cuya decisión y confianza en el progreso, el mundo no sería, en el plano de las relaciones comerciales internacionales, lo que ha llegado a ser.-

Cada uno de estos "merchant bankers", banqueros comerciantes, por así decirlo, Baring, Hambro, Rothschild, Lazard, Morgan Grenfell, etc. ha tenido su especial dominio territorial o de empresas: Sud América, Oriente, Levante, Balcanes, Dominios, Europa Central, o ferrocarriles, electricidad, navegación, etc.- Son comisionistas para la colocación de empréstitos gubernamentales, o emisión de capitales: tienen su clientela y su prestigio y pueden ofrecer con confianza títulos que serían absolutamente desconocidos e inaceptables para los definitivos suscriptores, si ellos no le prestaran su respaldo moral.-

Las otras operaciones que encaran las casas de aceptación son la aceptación de letras comerciales y el descuento de letras del Tesoro.-

Conocen a sus clientes en el extranjero y financian las operaciones comerciales realizadas por ellos. Si a una empresa argentina suficientemente conocida aquí, Bodegas Arizu, pongamos por ejemplo, le resultara buen negocio vender frutas o vinos en Londres, no encontraría en aquella plaza quien le descontara una letra a 90 días sobre la operación, por ser desconocida. Pero si la firma Baring Bros., que la conoce perfectamente bien, acepta talletra, inmediatamente se convierte el documento en un valor seguro al 100 % porque esta garantizado solidariamente por este Banco.-

Las casas de aceptación financiaban así, antes de la guerra, buena parte del comercio internacional europeo, vendiendo luego las letras en el mercado monetario a intereses menores, a los "bill brokers", corredores.-

Después de la guerra el mercado de letras comerciales ha disminuido considerablemente y las casas de aceptación han dedicado sus capitales y los depósitos que se les confían, preferentemente a la compra de letras del Tesoro, ahora factor dominante en el mercado monetario.-

9. LAS TASAS O TIPOS DE INTERES.

Cuatro tasas de interés pueden distinguirse en el mercado monetario de Londres, que tienen día por día una cotización perfectamente definida.-

a) Tasa bancaria, (Bank rate). Es el tipo mínimo de interés a que el Banco de Inglaterra descuenta letras oficialmente aprobadas, salvo las operaciones que realice con sus clientes directos.-

Esta tasa la fija el Banco, anteriormente a la guerra por su sola cuenta, pero posteriormente de acuerdo con la política del Tesoro.-

Determina, en principio, el nivel de las otras tasas, que le son siempre inferiores, y tuvo, en tiempos ya idos, gran influencia para atraer dinero del exterior al mercado monetario.-

b) Tasa del mercado (Market rate) es la tasa corriente para descontar letras comerciales cuando estas tienen hasta 90 días a correr. Las letras pueden en ocasiones ser a mayor término (no las del Tesoro), pero en este caso la "casa de aceptación" que las ha recibido las retiene en sus arcas hasta que resultan comerciales de acuerdo a las modalidades del mercado, es decir cuando faltan 90 días para su vencimiento.-

c) Tasa a corto plazo (call money rate, o call-rate) es el interés que cobran los bancos comerciales por el dinero que prestan a los corredores, por plazos muy cortos, entre uno y ocho días.-

d) Tasa de depósitos, (deposit rate) es el interés que pagan los bancos por los fondos que reciben a plazo fijo o a retirar con determinado preaviso, generalmente entre una semana y un mes. Esta tasa se mantenía regularmente a 2% debajo de la tasa bancaria por un convenio extraoficial entre los bancos, que vino a

quedar sin efecto cuando la tasa bancaria se estabilizó en 2% a partir de Junio de 1932.-

Los bancos comerciales ganan la diferencia entre la tasa de depósito y la tasa a corto plazo, a que prestan a los corredores "bill brokers", aunque hay que tener en cuenta, naturalmente, que los bancos comerciales también disponen de fondos depositados en cuenta corriente que no reciben interés.-

Los corredores de letras ganan el interés sobre su capital, la diferencia entre los depósitos que tengan recibidos a interés y la tasa del mercado, o, fundamentalmente, la diferencia entre la tasa a corto plazo con la tasa del mercado.-

La tasa del mercado, o tipo de interés de las letras debe ser necesariamente menor que la tasa bancaria, porque de otra manera sería fácil descontar las letras en el Banco de Inglaterra y ganar la diferencia.

A la tasa bancaria solo recurren las casas que operan en el mercado monetario cuando se ven urgidas de fondos, y deben perder entonces la diferencia entre el interés que va a pagar y el que están cobrando.-

Durante los últimos años los promedios de las distintas tasas han sido los siguientes: (1)

	1934	1935	1936	1937
Tasa bancaria	2	2	2	2
Tasa del mercado (letras a 3 meses)	0.16.7	0.11.3½	0.11.10½	0.11.6½
Tasa a corto plazo (semanal)	0.16.10	0.14.10½	0.15.8	0.15½
Tasa de depósito (preaviso 7 días)	0.10.0	0.10.0	0.10.0	0.10.0

(1) The Bank of England Statistical.-

Como se ve, los márgenes entre la tasa a corto plazo y la tasa del mercado ha desaparecido, y con la fuente principal de sus utilidades, muchos corredores de letras. (1)- El origen de este hecho es la continua disminución de letras comerciales, en cuyo respaldo ganaban los corredores.-

Compuesto ahora el mercado casi enteramente de letras del Tesoro, los bancos no necesitan ninguna seguridad accesoria para adquirirlas y han entrado por su cuenta en las licitaciones, eliminando los intermediarios.-

10. POLITICA MONETARIA DE PREGUERRA.

Durante el siglo XIX y hasta 1914 Gran Bretaña fué la más grande nación acreedora del mundo y aunque sus importaciones excedían constantemente y en mucho sus exportaciones, los intereses de sus inversiones, neutralizaban los saldos contrarios. Por lo demás obtenía considerables cantidades derivadas de sus transportes marítimos en todos los mares, sus comisiones como banquero universal, y por tener un gran porcentaje del comercio del seguro en sus manos y el total del reaseguro.-

Los saldos resultaban así, en conjunto, netamente favorables a Gran Bretaña, y hubiera podido, en cualquier momento, obtener de sus deudores fuertes cantidades de oro si esa hubiera sido su política.-

Su política monetaria fué, por el contrario, la de reinvertir los excedentes anuales en las zonas no

(1) Westminster Bank Monthly Review-January 1937.Pág.4.-

desarrolladas facilitando nuevas empresas e industria, ferrocarriles y puertos en todo el mundo. Sus inversiones en 1914 de 3.500 a 4.400 millones colocados principalmente en Estados Unidos, (1000 millones), Canada, Australia y Argentina (500 millones cada una), India, Sud Africa, China y colonias.-

Por su presteza para colocar capitales a largos o cortos plazos (con estos principalmente financiaba el comercio europeo) redujo a un mínimo los ingresos del oro, prefiriendo en todo momento la importación de mercaderías o la inversión de capitales.- Tal vez por esto mismo inspiró tan gran certidumbre en su solvencia, que pasó muy pocos momentos de apuro monetario, rápidamente solucionados con la elevación de la tasa de descuento.-

Parece oportuno citar las exactas apreciaciones que al respecto tiene un autor americano: (1)

"El prestigio y el poder de patrón oro aumentaron con el crecimiento del poderío industrial británico y el consiguiente aumento de su comercio exterior universal. La financiación de tan inmenso comercio dió a Londres preeminencia como centro financiero, haciendo de la £ esterlina la unidad monetaria que tenía demanda continua en todo el mundo.-

"Los grandes empréstitos que Londres colocaba en libras requerían pagos en libras para su amortización e interés, lo que daba a los ciudadanos de otras naciones un vivo interés en establecer el patrón oro con el propósito de asegurar las ventajas de la estabilidad cambiaria.- Aparece así enteramente natural que otras naciones siguieran las directivas de Gran Bretaña y adoptaran el patrón oro. De esto vino que por el fin del siglo XIX todas las naciones comercialmente importantes adoptaran la base de oro".-

(1) Fraser L. "Great Britain & The Gold Standard", Pág.2.-

C A P I T U L O I I

GUERRA Y POSTGUERRA

1. La guerra de 1914.- 2. Prohibición de exportar oro.- 3. Creación de los billetes del Tesoro.- 4. Retiro del oro de la circulación.- 5. La inflación de post-guerra. 6. El Informe Cunliffe.- 7. El proyecto de leva de capitales.- 8. El período 1920-1925.- 9. El retorno al patrón oro.- 10. Deflación y desocupación.- 11. El funcionamiento del patrón oro.- 12. Las influencias exteriores sobre la moneda inglesa.-

En el lapso comprendido entre 1914 y 1931 se desarrolla una serie de acontecimientos monetarios de extraordinaria importancia, desde que van a dar lugar a experiencias que determinan una revisión total de la teoría y sobre todo de las prácticas monetarias.-

Los problemas creados por la guerra, los problemas que suceden a la guerra tienen características hasta entonces no conocidas en la historia monetaria inglesa. El embargo sobre la exportación del oro, el control del cambio, la inflación monetaria, la inflación de la deuda pública, la deflación en gran escala, la desocupación, los capitales flotantes, todos complican la estructura económica presentándose con rapidez tal, que no ha terminado aún el ajuste de una crisis parcial cuando aparece otra.-

La ciencia económica ha encontrado amplio campo de experimentación, comprobación y deducción. Nuevas teorías han surgido cuestionando la validez del patrón oro universal, estudiando los efectos de los niveles de precios en las distintas economías, la tasa del ahorro y las inversiones, la desocupación y la distribución de los dividendos nacionales.-

Este período tan rico en enseñanza científica ha si-

do de profundos desajustes en la economía mundial: espere-
mos que la experiencia adquirida permita eliminar en el fu-
turo el anacronismo de que la humanidad sufra la mayor mi-
seria en medio de los más grandes adelantos de la técnica
y de inmensos stocks de productos y mercancías.-

1. LA GUERRA DE 1914.

La época anterior a la guerra 1914-1918 presenció un
desenvolvimiento monetario tranquilo y el funcionamiento
casi perfecto del patrón oro, al que se habían adherido la
mayoría de los países civilizados. Aunque este período del
"patrón oro" que se inicia oficialmente en Inglaterra en
1816, y se convierte en universal a fines del siglo, no ha
sido tan largo como generalmente se cree, su recuerdo está
tan asociado a la libertad del comercio, a su expansión ex-
traordinaria y a un lapso de próspera paz, que toda la po-
lítica monetaria posterior está influenciada por un perma-
nente deseo de mantenerse dentro del respaldo metálico.-
Paul Einzig en "La Tragedia de la £" juzga que no todos
los bancos centrales o Tesoros, en su defecto, aplicaron
la "Ley no escrita del patrón oro" con estricta ecuanimi-
dad y señala a varios países como impidiendo, oficial u
oficiosamente, el libre curso del oro de acuerdo a los ba-
lances económicos.- Dice, al mismo tiempo, que en realidad
el Banco de Inglaterra era el único que dejaba absoluta li-
bertad en los movimientos del metal y que esto, en no es-
casa proporción, ayudó a convertir a Londres en el centro
financiero del mundo.-

En el mes de Julio de 1914, no bastó esta arraiga-
da confianza en la £ para tranquilizar el mercado mone-
tario frente a las amenazas de guerra.- Según puede ver-
se por los balances del Banco, el rubro "Otros Depósi-

tos" tuvo un repentino crecimiento de £ 42.185.297 el 22 de Julio a más de £ 54.000.000 para Julio 29, 1914. Esto significaba que los Bancos particulares aumentaban sus depósitos en el Banco de Inglaterra para hacer frente a las contingencias del estallido de la guerra. En contraposición el total de "Otros títulos" (Other Securities) subió de £ 33.632.762 en el balance de Julio 22 a £ 47.307.530 el día 29, lo que significaba que se habían traído al Banco toda clase de papeles y títulos a fin de poder retirar billetes si sobrevenía una corrida.-

El porcentaje que la reserva guarda con relación a las responsabilidades, el "encaje" o "ratio", se mantenía más o menos constante según la tradición del Banco, en un 50%, y esta relación servía de índice de la posición del banco en un determinado momento. Un límite de 30% significaba un cambio seguro de la tasa bancaria. En esta oportunidad, el porcentaje de 52 %, que mostraba el balance de Julio 22 se redujo al 40 % el 29 de Julio pues la suma de billetes y moneda metálica era de £ 26.875.194 para responder a "Depósitos Públicos" y "Otros Depósitos" por £ 67.132.125.-

La semana siguiente se iniciaba con la "Vacación Bancaria" anual del primer lunes de Agosto, pero como el Viernes y Sábado anteriores hubo una corrida por oro a cambio de billetes, se extendió la suspensión de la actividad bancaria al Martes y Miércoles 4 y 5 de Agosto de 1914.-

Ya el día sábado se había elevado la tasa bancaria al 10%.-

La emisión de billetes disminuyó en 10 millones con respecto a la semana anterior y hubo una caída similar en el encaje metálico, significando un retiro de oro extraordinario a cambio de billetes.- Estos billetes provenían de descuentos efectuados en su mayor parte por el Departamento Bancario que disminuyó sus reservas en billetes de 25 millones a 8 y medio millones, mientras que aumentaba el rubro de "Otros títulos" de 47 millones a 65 millones de £. El encaje había disminuido de 40 a 14½%.-

2. PROHIBICION DE EXPORTAR ORO.

La Ley de Defensa del Reino votada en los primeros días de Agosto controlaba estrictamente la exportación del oro supeditándola a necesidades públicas, y prohibiéndola a los particulares. Cierta cantidad de oro se permitió industrializar para necesidades tales como dentistería, anillos, etc. La ley hizo ilegal tanto la exportación como la fundición del oro amonedado, aunque no suspendió la convertibilidad de la £.-

En estas circunstancias, el patrón oro estaba prácticamente abolido. Se hizo una cuestión patriótica del no retirar oro, a pesar de que aún era ésto legalmente posible, y los pocos que se arriesgaron a ello fueron controlados y mirados con sospecha. El gobierno calculó con acierto la reacción popular, pero era bien posible que si el primer día un grupo de especuladores se hubiese dispuesto a retirar oro, la tentación o el temor se hubiera extendido a todos los sectores, obligando al Banco a suspender no solo práctica sino también legalmente

la redención de sus billetes.-

Las épocas de guerra no se prestan precisamente, para exigir a los gobiernos ortodoxia económica. Las necesidades públicas abren el camino que luego transitan la momo-
didad y a veces particulares intereses económicos.-

Gracias a las restricciones impuestas por la ley respecto de la exportación del oro, de la fundición de monedas, y la prohibición de ofrecer o demandar un premio por el cambio metálico, la £ mantuvo su poder adquisitivo dentro del país, en entera disonancia con la pérdida de valor sufrida en el extranjero.-

El gobierno de acuerdo con las necesidades de sus adquisiciones en el extranjero, exportó oro, aunque las cifras no se dieron a conocer al público. Por otra parte, Inglaterra obtuvo fondos del extranjero por la transferencia de títulos en posesión de sus nacionales, favoreciéndose en este sentido particularmente los Estados Unidos.-

Leaf estima estas transferencias en unas £ 950.000.000⁽¹⁾

Estas operaciones permitieron mantener la £ oficialmente, a la tasa de \$ 4.765, (algo por debajo de la paridad metálica de dólares 4.8665), durante el período comprendido entre el 1° de enero de 1916 y el 21 de marzo de 1919, cuando se decidió que la £ buscara su paridad libremente.

3. CREACION DE LOS BILLETES DEL TESORO.

El 6 de Agosto de 1914, el Parlamento aprobó por

(1) Véase Leaf W. - Banking.

Ley, una autorización para que el Tesoro emitiera billetes, dejando su forma y monto a entera discreción de esta dependencia gubernamental.-

Esto significaba, virtualmente, un empréstito de guerra sin interés, y dentro de la ortodoxia económica, inflación. Al respecto Leaf dice lo siguiente:

"Sus efectos fueron, sin embargo, modificados por el hecho de que prácticamente casi todo el oro en circulación fué atraído, no por amenazas legales, sino por persuasión moral, y la mayor parte de él pasó a las arcas del Banco de Inglaterra. En tanto que la emisión de billetes del Tesoro (Treasury Notes) fué una mera sustitución de monedas de £ 1 a $\frac{1}{2}$ £ por billetes equivalentes, no resultó de ella una inflación, sino simplemente un cambio en la forma de la circulación igual a la existente en varios otros países".-

Los billetes del Tesoro eran intercambiables con los del Banco de Inglaterra, y por ende convertibles teóricamente en oro a la paridad en vigor. Naturalmente, se les asignó curso legal, extendido por la misma ley a los billetes de los Bancos escoceses e irlandeses, que hasta entonces no lo tenían.-

H. J. Fraser(1) piensa que si el derecho de convertibilidad no se hubiera anulado por la propaganda propia de los tiempos de guerra no hubiera habido más inflación en Gran Bretaña que la que hubo en Estados Unidos. Aunque disintimos con esta opinión puede aducirse en su favor

(1) Fraser H. J. - Op. cit. pág. 33.

que contra empréstitos de guerra por 7.000 millones de £ la circulación fiduciaria solo llegó a £ 323 millones al mismo tiempo que las reservas oro del Banco pasaban de 32.8 a 127.7 millones.-

Fué el primer propósito emitir billetes y prestarlos a los bancos privados, a la tasa bancaria y hasta un 20 % de sus responsabilidades por depósitos. Se creía en esta forma restringir la inflación, pero el 20 de Agosto la primera reglamentación fué modificada por un decreto por el cual se extendía la emisión para cualquier persona que la pidiera por intermedio del Banco de Inglaterra pagando el valor nominal de los billetes requeridos ya en oro, con seguridades, o con un préstamo del Banco. Con lo cual el único límite a la emisión fué la de la voluntad del Banco para restringir los créditos. El Estado no acudió a la fórmula clásica de las inflaciones: emitir billetes y con ellos pagar sus cuentas, sino que, como cualquier otro particular, pero con sus especiales privilegios, tomaba prestado del Banco de Inglaterra.-

En esta forma el Banco llegó a aumentar su rubro "Otros Títulos" de 48 a 121 millones a fines de 1914, y los "Otros Depósitos" (privados) de £ 54 a £ 128 millones por la extraordinaria expansión del crédito que sucedió a la inflación. La proporción de encaje dejó de preocupar desde que cualquier pedido de efectivo se suplía con nuevas emisiones que eran aceptadas por el público sin la menor resistencia.- La reserva llegó a bajar hasta el 8% de los depósitos.-

4. RETIRO DEL ORO DE LA CIRCULACION.

La situación monetaria inglesa durante la guerra ofrece peculiaridades notables. Se acaba de explicar el extraño proceso de inflación. Más extraño aún ha de resultar la teoría monetaria aplicada a las circunstancias. Normalmente el patrón oro significa que por un determinado billete se entregarán una cantidad fija de miligramos de metal, pero en Inglaterra se pudo observar lo contrario: tantos miligramos de oro valían una £ papel. En 1916 las monedas de oro habían dejado de circular y se concentraban en el Banco de Inglaterra, pues ni siquiera los Bancos particulares las retenían.-

Es preciso un pueblo de las características del inglés, de tal confianza en sí mismo, en su gobierno y en sus instituciones para que algo aparentemente tan anacrónico tenga éxito.-

Sin embargo no es posible esperar unanimidad en tal actitud y se pudo comprobar una diferencia entre el oro amonedado por el cuño del Banco y el que volvió a las arcas desplazado de la circulación por los billetes del Tesoro, y a mediados de 1916 el oro apareció con un ligero premio sobre el papel.-

Poco tiempo después, en Diciembre 5, se prohibió por decreto, bajo severas penas, la fundición del oro o su uso para otro objeto que no fuera el de moneda.- Se completó así un nuevo paso en el camino del abandono del patrón oro.-

Este abandono, y la inflación en marcha fueron poco

apreciados hasta el último año de la guerra en razón de los métodos usados por el gobierno. En el mercado interno, los precios, debido a las restricciones impuestas, no sufrieron un alza que se pueda considerar desproporcionada con respecto a la escasez de los productos más necesarios emergente de la situación de guerra.-

El oro no pudo dedicarse a usos industriales sino con especiales permisos, por las disposiciones ya enumeradas. Su retiro del Banco de Inglaterra fué considerado antipatriótico y quien lo tentaba se exponía a ser acusado de "ayudar al enemigo".- La exportación se permitía sólo bajo control del gobierno que rehusaba espacio cuando le parecía conveniente.-

Los riesgos de guerra habían pasado a depender de una derivación estadual, el "War Risk Insurance Scheme", que rehusó asegurar las exportaciones de oro. Se convino también con el gobierno de Sud Africa que toda la producción de sus minas debía ser vendida al Banco de Inglaterra a la paridad de 1844 y precio legal de £ 3.17.9 d. por onza.-

Por último el Gobierno vendió sus títulos y créditos sobre los Estados Unidos cada vez que la £ amenazaba bajar de la tasa de 4.766 dólares a que se había ligado.-

El sumario de las finanzas de la guerra es el siguiente, según cifras de "The Economist":

(Gran total 1.8.1914 - 9.11.1938)

Total gastado	£ 8.611.544.049	Ingresos	£ 2.210.203.719
Saldos	£ 6.652.672	Préstamos	£ 6.407.993.002

Prestado a los Aliados (1.8.1914 al 31.10.1918):

£ 1465 millones

Id. a los Dominios: £ 218.5 "

5. LA INFLACION DE POST-GUERRA

Esta era la situación monetaria durante la guerra, mientras se mantenía la lucha entre la defensa del patrón oro, del cual no se quería prescindir, y las necesidades impuestas por las operaciones bélicas.

Fué la política de todos en cuanto se dió fin al conflicto, el de asignarle a la £ su antiguo valor oro en cuanto las circunstancias lo permitieron. Una frase popular en los círculos bancarios: "La libra debe mirar al dólar en la cara" expresa con exactitud la tendencia y aspiración común. La devaluación de la libra era considerado como algo deshonesto e indigno de la tradición inglesa, y nadie se atrevía a proponerla.-

Sólo en medio de voces contrarias, el Profesor John Maynard Keynes pidió un papel moneda controlado para salvar la situación que medía en sus exactas magnitudes. El aumento era tan excepcional y la psicología colectiva estaba tan afectada, que aún en algo mucho más evidente no se le prestó oídos. En efecto en su libro "Las consecuencias económicas de la paz" analiza con precisión el absurdo de las reparaciones exigidas a Alemania y prevé el desajuste económico que incubó la gran crisis de 1930.-

Las dificultades que era necesario afrontar para

volver al patrón oro inmediatamente después de la guerra eran inmensas. Afortunadamente la inflación, que se prolongó hasta 1920, salvó a Inglaterra y a Europa de la situación violenta en que una inmediata deflación la hubiera colocado.-

Con la circulación enormemente aumentada, el costo de la vida triplicado, con muchas fortunas o comercios arruinados, con la vuelta del frente de millones de hombres a buscar trabajo, con una deuda aumentada en 7.000 millones, una política de reducir los precios, aumentar los impuestos, hacer economías en los servicios sociales y balancear el presupuesto para colocar a la £ a su antiguo nivel, hubiera exigido sacrificios o renunciaciones que nadie quería hacer en ese período de la post-guerra cuyo historismo todos recordamos.-

6. EL INFORME CUNLIFFE

Cuando en la segunda mitad de 1918 resultó previsible un próximo fin de la guerra, las autoridades inglesas juzgaron necesario el nombramiento de una comisión de peritos para que estudiara el problema de la moneda. Se calculó que terminadas las hostilidades, y levantadas las restricciones imperantes, el funcionamiento normal de la moneda se vería seriamente obstaculizado por la magnitud alcanzada por el crédito bancario y la circulación.-

El Comité para el Estudio de la Circulación, que se comencé corrientemente con el nombre de "Cunliffe Committee" presentó dos informes: el primero, provisoria, se conoció en agosto de 1918; el segundo apareció en 1919.-

Consideraba el primer Informe que las condiciones indispensables para el restablecimiento de un sistema eficaz basado en el patrón oro, eran las siguientes:

- a) No emitir más empréstitos una vez terminada la guerra, y crear fondos de amortización por medio de superavits de presupuesto.
- b) Mantener el juego de la tasa del descuento para prevenir indebidas fluctuaciones en el cambio y en el crédito.-
- c) Limitar por ley la emisión de billetes fiduciarios y confinarla al Banco de Inglaterra.-

En lo que se refiere al control de la emisión de billetes, formula las siguientes observaciones:

- 1) No es deseable por el momento restablecer la circulación del oro.
- 2) Aunque la importación de oro debe estar libre de restricciones, sería bueno que solo el Banco de Inglaterra pudiera autorizar las exportaciones de oro.
- 3) EN razón del retiro de oro de la circulación sería preferible que la existencia de una sola reserva de oro, y que se pasaran al Banco de Inglaterra las existencias de los Bancos particulares.

Después de varias consideraciones propone que la emisión máxima de cada año no exceda de la máxima del año precedente. Esta declaración fué la que más se tuvo en consideración, convirtiéndosela posteriormente en ley. Se ayudó en esta forma a la reducción paulatina de la circulación de billetes del Tesoro (Treasury Notes).-

El segundo Informe (1919) ratifica el anterior y recomienda preferencia en la exportación a los países que paguen al contado; la reducción de los gastos públicos y privados; la limitación de los adelantos presupuestarios (Ways & Means) a las necesidades trimestrales, y retirar

a los billetes de Escocia e Irlanda el curso legal.

De acuerdo con las recomendaciones del Informe Cunliffe, en Marzo de 1919 el Banco de Inglaterra, de común acuerdo con las autoridades monetarias, decidió desligar la libra del tipo de 4.765 a que había estado durante la guerra, dejando que buscara libremente su nivel con el dólar.-

Al mismo tiempo se legalizó la prohibición de exportar oro, y dentro del país el control se amplió con respecto a la tenencia de metal. Los bancos privados pasaron su stock de oro al Banco de Inglaterra y la libra resultó para todos los efectos prácticos, inconvertible.- La cotización del dólar comenzó a ascender rápidamente.-

Durante 1919 y 1920 no se hizo nada por restringir la suba de precios, y la ola de movimientos sociales que se extendía por todo el mundo aconsejaba no imponer medidas rigurosas en un momento de tal efervescencia. Recién a partir de 1921 la situación comienza cambiar, y a ponerse en práctica las recomendaciones del Informe Cunliffe. El límite de la circulación fiduciaria fué reduciéndose paulatinamente:

	£
1920:	320.600.000
1921:	317.555.300
1922:	309.988.400
1923:	270.183.800
1924:	248.190.900
1925:	248.145.400
1926:	247.902.500

El Informe había considerado necesaria una reserva en el Banco de Inglaterra de por lo menos 150.000.000 de libras; recomendación que se tuvo en cuenta cuando en

1925 el país volvió al patrón oro.-

7. EL PROYECTO DE LEVA DE CAPITALAS.

Durante el período de la guerra y la subsiguiente inflación, la táctica impositiva del Gobierno fué digna de encomio, pues a pesar de que la "Inflación de Utilidades" (Profit-Inflation) producida por la mayor circulación y ampliación del crédito fué de consideración, buena parte de los gastos extraordinarios fueron solventados con aumentos de impuestos, que tomaron la forma de un alza de la tasa del impuesto a la renta, de la sobretasa, y de la creación del impuesto de "exceso de utilidades" (excess-profit tax).-

A pesar de esto el monto de la deuda llegó a altísimos niveles, cuyo servicio presentaba un complejo problema en tiempos de paz, y cuando no se podía pensar sino en equilibrar el presupuesto. En 1919 se proyectó una leva de capitales con el objeto de reducir la deuda pública a límites más de acuerdo con la riqueza total de la nación, pero intereses privados se opusieron a ello e impidieron llevarla a cabo.-

Indudablemente fué esto un gran error (1) porque difícilmente se presentará una oportunidad semejante para sanear la estructura económica. En cambio, se continuó tomando prestado por dos años más aún, con el resultado de aumentar la desvalorización de la libra. "En consecuencia -dice Keynes- los empresarios estuvieron en condiciones de obtener utilidades a costa de los futuros in

(1) Véase el análisis de Keynes J.M. "A TRATISE ON MONEY", Vol.II, Pág.170-181.

gresos, de la comunidad en una escala injustificablemente pesada, aunque no enteramente intolerable, con el resultado de que aún debemos soportarlas".-

Esta política tuvo por consecuencia, cuando se quiso volver al equilibrio, imponer una dura deflación hasta 1925 y la restauración del patrón oro. Esta deflación no fué suficiente, desde que dejó la libra sobrevaluada con respecto a su valor adquisitivo interno. La economía británica se resintió no solo porque el ajustamiento incompleto, provocó la desocupación de dos millones de obreros, sino también porque otros países, que no quisieron o no pudieron ser tan virtuosos en materia económica, devaluaron sus monedas con gran ventaja competitiva para su exportación.- Debe señalarse además que la existencia de enormes cantidades de títulos, capitales flotantes, modificaron la estructura del mercado monetario y de los cambios internacionales. La mala distribución del oro, las frecuentes especulaciones, la alteración de las balanzas de pagos no por razones económicas sino por movimientos esporádicos de capitales de una plaza a otra, fueron males que se hubiesen evitado con la propuesta leva de capital. Aún es de creerse que si en algún momento se quiere llegar a un arreglo definitivo en materia monetaria, una drástica reducción de las deudas públicas de los principales países será indispensable.-

8. EL PERIODO 1920-1923.

1920. En el presupuesto 1920-1921, en gran parte debido a la venta de material de guerra, el gobierno obtu-

vo un superavit de £ 250.000.000 que fueron destinados a la disminución de la deuda. Esta circunstancia frente a los continuos déficits existentes en los demás países europeos, consolidó la £ frente a los cambios continentales.-

La política oficial estuvo fuertemente en contra de la expansión del crédito, en un momento en que debido a los altos precios (el Índice del Economist llegó a 379.6 en Marzo sobre la base de 100 para 1905 y 114 para 1914) los industriales y comerciantes requerían considerables adelantos bancarios para financiarse. Esto provocó la liquidación rápida de stocks y la baja de los precios. El índice llegó a 269 en Diciembre y un movimiento paralelo tuvo lugar en Estados Unidos.-

La tasa bancaria subió del 6 al 7% teniendo lugar una gran contracción monetaria, pues esta tasa liquidaba una cantidad de empresas marginales. Además este interés pasaba fuertemente sobre la industria financiada con recursos bancarios, y esto ocurría en casi todos los sectores debido a la gran demanda de 1919.-

Como la circulación no había disminuido, se planteó entonces la cuestión teórica de la validez de la teoría cuantitativa y si era posible una baja de precios sin contracción circulatoria. Los que negaban la teoría mantenían que en muchas oportunidades la inflación es el efecto y no la causa de la suba de precios. A raíz de estas discusiones Irving Fisher amplió su planteo de la teoría incluyendo en sus ecuaciones el crédito y la velocidad

de circulación.-

Las reservas oro aumentaron en 1921 en £ 37 millones y la circulación en 41 millones, lo que llevó la proporción del respaldo a 7.3 %.-

La libra subió durante el año de 40.90 frs. a 59.72 y bajó con respecto al dólar de \$ 3.76 a \$ 3.54. Su descenso con respecto al oro fué, pues, de 6%.-

1921. The Economist comenzaba así la reseña de este año: "Para Gran Bretaña 1921 ha sido uno de los peores años de depresión desde la revolución industrial. La rápida caída de los precios, el encogimiento y, en muchos casos, la completa desaparición de utilidades, y la contracción sin precedentes en la producción fueron acompañados por la desocupación de dos millones de obreros, y en la última mitad del año, por una drástica reducción en los salarios que, en muchos casos, exceden lejos la disminución del costo de la vida". (1)

Esta situación dió por resultado que un superavit en el presupuesto, de £ 177.000.000 se redujera a £ 45.000.000.-

Con la baja de los precios, la tasa bancaria pudo reducirse en cuatro oportunidades, de modo que a fin de año había alcanzado al 5%.-

El precio del oro bajó de 116 s. a 97 s. (Paridad 77/10 $\frac{1}{2}$) durante el año, el dólar de \$ 3.54 a \$ 4.20, manteniéndose el franco estacionario luego de haber llegado a un máximo de 61.75 frs. por £ y a un mínimo de 45.35.-

(1) The Economist Commercial History of 1921.

Con una pérdida de solo 16% de su valor anterior a la guerra, ya no cupieron dudas de que tarde o temprano la libra esterlina volvería al patrón oro, y que se descartaría, con toda probabilidad, la cuestión agitada anteriormente de la devaluación a un contenido inferior de oro.-

El proceso de contracción continuó ininterrumpido durante todo el año, ayudado por la difícil situación económica. El movimiento sindical pasó por un momento de debilidad a raíz de la pérdida de una huelga en las cuencas carboníferas que duró tres meses, y esto permitió una rebaja general de salarios, haciendo posible en parte la competencia de la industria británica frente a los salarios continentales enteramente depreciados por la inflación. Resultó también una circunstancia favorable el descenso del costo de la vida, promovido por la libre importación de mercaderías a los más bajos precios mundiales.-

1922. Durante el año 1922 los precios permanecieron muy estables comparados con las variaciones de los precedentes. La tasa bancaria descendió del 5 al 3% y se notó un marcado mejoramiento al salirse de la crisis inmediata a la post-guerra.-

La £ se valorizó de \$ 4.20 a \$ 4.63 con respecto al dólar, y de frs. 52.37 a 63.92, manteniéndose sin dificultades frente a los movimientos inflacionistas de la Europa Central.-

En un artículo del 13 de Enero de 1923 The Econo-

mist, al tratar sobre "La estabilidad de los precios y el patrón oro" considera con bastante benevolencia la teoría de Keynes de basar la estabilidad sobre un cierto índice de precios, con el cual la circulación se restringiría cuando los precios subieran y se elevaría en los momentos de depresión. El primer obstáculo que le encuentra es la cuestión de fijar un índice de precios "natural" y juzga que mientras no se lo pueda vincular con un respaldo oro, continuaría sin prestigio. Esta unión al oro no la cree solo originada en razón de tradición y conservatismo sino de sacrificio a las ventajas de cambios extranjeros estables.-

Hawtrey, en un artículo en *The Economic Journal* (Septiembre 1922) juzgaba que la situación solo podía resolverse por un ajuste de todos los presupuestos y la eliminación de los déficits crónicos. Asignaba también gran importancia a la "estabilización del oro", al propio uso de la tasa bancaria y de redescuento y al acuerdo entre los bancos centrales.-

Estados Unidos, con un encaje de 70% oro sobre los depósitos y billetes de la Reserva Federal, mantenía sin embargo la política de restricción que tanto mal ha hecho. Hawtrey esperaba que la expansión del crédito que tarde o temprano habría de llegar en aquel país provocaría un alza en sus precios que permitiría a Inglaterra volver al patrón oro sin tener que soportar una deflación más aguda aún de la que estaba sobrellevando.

Al analizar las consecuencias de una posible vuelta

al patrón oro se ve luego en dicho artículo , como en general en toda la literatura financiera del momento, un profundo temor a los bruscos cambios de precios inflaciones y deflaciones, expansiones y contracciones del crédito, alzas y bajas del costo de la vida; ajustes y aumentos de salarios, huelgas y profundas mareas en la producción.-

Hawtrey no estuvo desacertado respecto de la política de expansión del crédito en los Estados Unidos pero sí en cuanto a su fecha. Esta expansión se produjo a partir de 1926, y dadas las características del mercado yanqui, de economía cerrada por las altas tarifas, la suba de los precios no se esparció por el mundo sino al llegar a los más altos niveles. Ese mismo crédito, en cambio, y el florecimiento industrial que originaron los altos precios promovieron la más grande especulación conocida en valores industriales, trajeron el crack de 1928 y posiblemente la crisis de 1930.-

The Economist sostenía en cambio, en el mismo artículo arriba citado, que "América debe tratar de controlar el poder de compra del oro, bajo la alternativa de una inmensa suba de precios, que es el deseo de sus ciudadanos evitar". De manera que aún una tribuna tan ortodoxa como The Economist tenía en aquellos momentos, tales expresiones de duda sobre la capacidad automática del oro para producir un nivel estable de precios y promover el equilibrio económico. Es que si bien es posible adherirse al patrón oro, observar las "reglas del

orc" es un poco más difícil, y sustraerse a las influencias internas y a los intereses creados, es algo que solo Inglaterra, durante el siglo XIX, pudo conseguir.-

1923. En el año 1923 se produjo una ligera suba de precios en Gran Bretaña. El índice de The Statist pasó de 153 a 157 (1913 = 100) y el de The Economist de 166.2 a 178.6 (Julio 1914 = 100).- Estos aumentos de precios se produjeron a pesar de aumentos en la producción y como reflejo de una mejora en la situación económica y de un definido progreso industrial, de la que Inglaterra obtuvo la mejor parte por el disloque de la exportación alemana y la ocupación del Ruhr.- La baja de la baja de la £ ayudó también las exportaciones y el alza de los precios.- El mejoramiento se notó principalmente en textiles y minerales.-

La desocupación disminuyó de 1.408.000 obreros a 1.174.000 y el porcentaje de 14 a 10%; debióse esta mejora principalmente a la extensión de la explotación carbonífera cuya exportación fué a suplir las bajas alemanas.-

La suba de la tasa del descuento de 3 a 4% en un momento de expansión industrial y cuando no había ningún indicio de inflación fué severamente criticado. La tendencia a volver a la paridad del dólar cuando la industria no se había recuperado enteramente y el nivel de precios era superior al de Estados Unidos dió lugar a muchas discusiones teóricas. La £ bajó durante el año de \$ 468 a 429 con respecto al dólar y en consecuencia a la paridad oro.-

La más pronunciada baja del franco llevó la cotización de 66.30 a 87.85 frs. por £.-

Un discurso calificado luego de "imprudente" de uno de los ministros de menos importancia en el gabinete dió lugar a amplios comentarios y se creyó que el gobierno laborista perseguía una política de inflación y a pesar de desmentidos, durante todo el año no se disipó esta impresión y como consecuencia muchos capitales móviles se retiraron de la £.-

Año 1924. Durante este año los aliados adoptan el plan Dawes para el pago de las reparaciones de guerra, y Alemania lo acepta. Esperanzas de tranquilidad política internacional estabilizan los movimientos económicos y se nota una continuada mejoría.-

La £ sube para acercarse a la paridad del dólar, deteniéndose en cierto momento su ascenso por temor a medidas del gobierno laborista que ese año había subido al poder. La elección general de fin de año da una abrumadora mayoría a los conservadores, a raíz de lo cual se nota en Londres el influjo de grandes capitales norteamericanos.-

La impresión de optimismo es general y The Economist pide que "se aproveche la lección de 1924 para volver al patrón oro" (14/2/25).-

En todo el mundo se notó un reajustamiento y ascenso de la prosperidad: Austria y Hungría se desenvuelven regularmente después de haber sido salvadas del caos económico con ayuda de la Liga de las Naciones; Francia orde-

na sus finanzas; Sud América y la India progresan por un continuado aumento de los precios de los cereales.-

Entre el superavit de 48 millones que arrojó el presupuesto y los 40 millones de libras previstos para fondo de amortización, se obtuvo una reducción de 88 millones en la deuda consolidada.-

La suba de la £ significaba cierta inferioridad para la industria inglesa y obligaba al país a una difícil deflación desde que la disminución de sueldos y salarios era impedida por las ya otra vez poderosas Trade-Unions, cuyo poder político se había acrecentado enormemente. Por otra parte como las deudas y créditos de Inglaterra en el extranjero estaban en £, la suba aliviaba las primeras y acrecentaba los segundos.

Favorecidos por las condiciones del comercio, y en parte por una certidumbre de que se volvería al patrón oro, muchos capitales especulativos demandaron £, todo lo que apresuró su acercamiento a la par, llegando a estar a sólo un 3% de su valor oro.-

El Comité para el Estudio de la Circulación (Comitte on the Currency and Bank of England notes Issues) compuesto por Lord Bradbury, Gaspard Farrer, O.E.Niemeyer y el profesor Pigou, dió su informe favorable a la vuelta del patrón oro a principios de 1925; descartando el patrón basado en el índice de precios que proponía Keynes, o la devaluación de la £.- Los puntos principales del informe, que se extendió más sobre la vuelta al patrón oro que sobre la fusión de las dos emisiones circulan-

tes, fueron:

a) Un ajustamiento del nivel de precios británico (10 a 12% de rebaja) al nivel americano era necesario.

b) El problema reside en saber si las ventajas de volver al oro no serán más que neutralizadas por la deflación violenta que provocaría y si no sería preferible esperar algún tiempo hasta que el nivel de precios se ajuste por sí mismo.-

c) No es necesario buscar la baja de los precios internos si los precios internacionales tienden a subir.

d) Una declaración gubernamental en el sentido de la vuelta al patrón oro es recomendable.-

e) La apreciación de la £ desde Noviembre de 1924 se debe a la creencia de que se retornará al oro más que a una real disminución de la diferencia de su poder adquisitivo con el del oro.

f) Existirá considerable peligro de que la vuelta al patrón oro promueva préstamos al exterior por encima del superavit de la renta nacional.

9. EL RETORNO AL PATRON ORO.

En el año 1925 continuó el mejoramiento económico y la pacificación de Europa, en lo que tuvo gran influencia el Pacto de Locerno. Se creyó, por entonces, haber llegado a un acuerdo definitivo respecto de las deudas de guerra.-

En Abril de 1925 las expectativas de una vuelta al patrón oro eran unánimes y en general considerada inevitable y beneficiosa. Pero el problema era candente

respecto de las consecuencias que dicho paso tendría en el comercio, en la industria y en la desocupación.-

En una conferencia de mediados del mes (22/4/25), intentada con el fin de suscitar discusión, sobre "La buena circulación y la intranquilidad de los Sindicatos" Mr. Alfred Hoare abogó en la Royal Statistical Society por la solución del problema de la desocupación con anterioridad al de la moneda, significando que no se podía hablar de estabilidad circulatoria mientras existiera tal número de desocupados. Pidió hasta cierto punto una inflación combinada con una mayor imposición a las clases rentistas.-

Abrió la discusión F.W.Hirst (Ex-director de The Economist) quien sostuvo que no puede haber buen y seguro comercio e industria en un país con mala moneda. Mr. W.H.Coates arguyó que la política de disminuir la circulación mediante la quema de billetes obtenidos por superavit del presupuesto no tendría efecto por la ampliación del crédito del Banco de Inglaterra. Sir Joshua Stamp (Director de Ferrocarriles y economista) insistió en que un mero cambio de precios no ayudaría las exportaciones, y que el remedio estaba en reducir los salarios reales demasiado altos que se pagaban en Inglaterra.-

En cuanto al aumento del impuesto a la venta su efecto sobre la industria sería contraproducente por que lo que se le daba con una mano (inflación) se les quitaba con la otra (impuesto a la renta).-

Mr. John Maynard Keynes sostuvo que la restricción sobre las exportaciones de capital impuesta por el Banco de Inglaterra disminuía la posibilidad de aumentar las exportaciones de mercaderías y que aún no era tiempo para retirar la prohibición de exportar oro. Se oponía además, a una ulterior deflación, porque significaría dificultades con los sindicatos con las consiguientes repercusiones en la industria.-

Sir Drummond Fraser y R.G.Hawtrey defendieron el Informe Cunliffe y este último señaló que si se hubieran seguido sus indicaciones en cuanto al levantamiento del embargo sobre el oro, hubiera habido menos dificultades con la moneda y a la industria le hubiera bastado la natural depreciación del mismo oro, que había perdido mucho de su poder de compra.-

"The Economist" del 25 de abril publicaba un editorial lleno de desconfianza y advertencias por el retroceso del comercio exterior.-

El último comentario de "The Statist" anterior a la vuelta al patrón oro fué el del 11 de abril en su artículo sobre "Moneda dirigida" al comentar otro sobre el mismo tema de una revista americana. Sin mucho entusiasmo y sin considerarlo una panacea, predicaba la vuelta al patrón oro a la antigua paridad, como ventajosa en conjunto, pues a pesar de los inconvenientes que temporariamente ocasionaría a la industria, las ventajas de restablecer la confianza mundial en la capacidad financiera de Londres serían superiores.-

La opinión de este prestigioso semanario en materia de política monetaria había sido expresada en un editorial del 21 de Marzo, en la que se criticaba la "moneda dirigida" que hasta entonces tenía Londres y que, a su juicio, la mantenía supeditada a los movimientos de Nueva York. Daba como comprobación la similitud de los movimientos de los niveles de precios de Nueva York y Londres desde 1920, originados siempre en Nueva York y los cambios de la tasa bancaria, que Londres había seguido como forzada y para prevenir oscilaciones y movimientos indeseables de capital. Critica las proposiciones de Mr. Keynes de obtener, por una moneda dirigida, "la estabilidad de los precios internos y una provisión de crédito interno adecuada a las necesidades del comercio y de la industria" en razón de que tal política, al hacer a Gran Bretaña independiente de los precios mundiales, trastornaría el comercio de exportación. Preve luego que la única fuente de dificultad permanente para el comercio británico, que podría surgir de la vuelta al patrón oro, sería un continuado aumento de precio del oro, que significaría una deflación también continuada.-

El acierto de este pronóstico, cuyas consecuencias fueron a comprobarse 6 años más tarde, es indudable. Sin embargo, su previsión fué errónea al juzgar mas adelante que:

"si el valor del oro aumenta, y estamos dentro del patrón internacional, no estaremos en desventaja con respecto a otros países porque las trabas de la deflación se dejarán sentir igualmente en todos los países bajo el signo del oro".-

Mas tarde se vió también que el malestar internacional, no por compartido significaba alivio alguno para Gran Bretaña. Concluía el artículo que, si algo debía manejarse, esto era una política monetaria y financiera internacional que tuviera por base la adhesión de la mayoría de los países económicamente importantes al patrón oro.-

El anuncio de la vuelta al patrón oro, y el levantamiento del embargo a su exportación fué hecho en su discurso de presentación del presupuesto para 1925-26, por el Ministro de Hacienda, Mr. Winston Churchill, el 28 de Abril de 1925. Aparte de esta declaración, el presupuesto de ese año fué importante por la introducción de tarifas proteccionistas.-

Anuncióse también que Holanda y sus posesiones volverían al patrón oro en la misma fecha y que Sud Africa, Australia y Nueva Zelandia prometían seguir el mismo curso.-

En ese momento estaban bajo el patrón oro Estados Unidos, Canadá, Alemania, y Suecia. Hungría tenía su moneda "ligada" a la 2.-

Los decretos disponían que:

- 1° El embargo sobre la exportación de oro no sería renovado el 31/12 de 1925. (La disposición de 1920 había fijado 5 años).
- 2° Mientras tanto el Banco de Inglaterra tenía autorización para entregar oro para la exportación contra la presentación de cualquier billete de curso legal.-

3° El Banco de Inglaterra tenía la obligación de entregar oro en barras en cantidades no menores de 400 onzas (Más o menos £ 1600) en cambio por curso legal al precio fijo de £ 3.17.10½ la onza.-

4° Los billetes oro serán convertibles en monedas a opción del Banco y el derecho a presentar vellón al Cuño Real para ser amonedado, es privilegio exclusivo del Banco.

5° La reserva de £ 27.000.000 que respaldaba los billetes del Tesoro (creados en 1914) se transfiriere al Banco de Inglaterra a cambio de billetes del mismo.-

La estabilidad del nuevo patrón oro fué asegurada por la existencia de un encaje de £ 153.000.000 que el Ministro de Hacienda declaró no hesitaría en disponer para mantener la £. Lo mismo haría con la tasa bancaria en caso necesario.-

Aparte de diversas medidas de menor cuantía, y como una advertencia a los especuladores, manifestó haber llegado a un acuerdo con los Estados Unidos para disponer de un fondo de 300 millones de dólares en caso de que alguien quisiera arriesgarse en el juego.

Al respecto, The Economist, comentaba:

"Si hemos de mantener la paridad, las básicas y esenciales condiciones financieras, si no existen ya, deben ser procuradas, y debemos ser lo suficientemente fuertes como para obtenerlas".

y con respecto a la nueva política, lo siguiente:

"Cualesquiera que sean las diferencias de opinión que en principio existan sobre los méritos del patrón oro, o de la conveniencia de dar este paso ahora, no habrá dos ideas sobre que las medidas adoptadas son impresionantes en su rigor, su amplia concepción y su eficacia. Gran Bretaña ha tenido el gesto hacia el mundo a lo gran señor: "caballeros, con su temporaria interrupción de negocios mutuos, la guerra ha terminado. Tenemos el honor de pagar en la forma acostumbrada si vuestra cuenta en nuestros libros apareciera al crédito".-

"The Statist" del 2 de Mayo señalaba los peligros inmediatos de la medida adoptada, y que podrían debilitarla:

- 1° Retiro de fondos americanos que se trasladaron a Londres especulando sobre la suba de la £, para realizar sus ganancias con la diferencia de cambios.-
- 2° Fondos extranjeros de Londres podrían retirarse, desde que preferirían tener sus reservas en oro. (Principalmente depósitos de bancos continentales).-

A su juicio, la existencia de £ 155½ millones, aunque muy superior a la anterior a la guerra, no era muy segura, porque las responsabilidades a cubrir con esta reserva eran mucho mayores. Agregaba también que pese a todas las seguridades buscadas debería aumentarse también la tasa bancaria e insistía en sus observaciones del 21 de Marzo sobre la necesidad de obtener un arreglo amistoso con otras potencias respecto de las políticas monetarias a seguirse, y con los siguientes objetivos:

- 1° Prevenir la suba del precio del oro y ulteriores deflaciones.
- 2° Asegurarse de que ningún Banco Central individualmente inicia una política de alta tasa bancaria para proveerse de oro.

3° Asegurarse que Londres, si bien preparada para dejar salir su oro al Continente si los cambios le son adversos, pueda también tomar oro de los mismos si el movimiento le es favorable.-

Finalmente, consideraba asegurada la paridad de la £ mas que nada por la reciente suba experimentada por los precios americanos.-

En efecto, los precios americanos subieron y las dificultades experimentadas por la industria por una pequeña baja interna de los precios fueron pronto liquidadas.-

La crisis de la industria del carbón se atribuyó, sin embargo, a la vuelta a la paridad oro. Fué necesario que del presupuesto se extrajeran 13 millones de £ para suplementar los salarios obreros.-

Una prohibición no oficial se mantuvo durante todo el año a los empréstitos al extranjero, que se levantó a fines de Noviembre. Sin embargo, a juicio de "The Economist" muchos fondos ingleses se invirtieron en el extranjero a través de empréstitos emitidos en Nueva York.-

Contra lo previsto, los cambios en la tasa bancaria no fueron espectaculares, bajando de 5% en Abril a 4½% en Agosto y a 4 en Octubre para subir de nuevo a 5% en Diciembre.- Tampoco estaba en lo previsto un influjo de oro en los meses de Verano y Otoño, coincidentes con las cosechas de algodón y cereales en los Estados Unidos, que llegó a un superávit neto de 10 millones para las importaciones de oro. Esta tendencia varió luego repen-

tinamente y para fin de año la pérdida de oro había sido de unos 12 millones de £, al acercarse la fecha de la liquidación del embargo sobre la exportación.-

10. DEFLACION Y DESOCUPACION.

La vuelta al patrón oro se decidió especulando sobre la suba de precios y las ventajas que al comercio internacional le reportaría la estabilidad de la libra. Esto implicaba la suposición de que Londres recuperaría su rango de primer centro financiero mundial, el restablecimiento de la confianza y de los préstamos a largo plazo en los países aún en vías de desenvolvimiento económico. La City se vería favorecida en primer término, y a la larga las industrias de exportación.-

Pero la industria se vió afectada por la desventaja de sus costos y aunque durante el período 1925-1929 el paulatino aumento de precios le permitió producir con utilidades, el provecho comparativo obtenido en el período de alza, cuando los costos son sensiblemente menores a los precios, fué inferior al obtenido por Francia u otros países.-

Este menor margen de utilidad restringió al mismo tiempo las inversiones industriales que de otro modo hubieran tenido lugar.-

La estabilización buscada con la adhesión al patrón oro se convirtió en "rigidez" en un grado hasta entonces nunca experimentado. La estabilidad fué extendida por determinados grupos sociales como estabilidad de sus propios ingresos. La huelga general de 1926 demostró que

las Trade-Unions estaban preparadas a no ceder en punto a salarios-dinero, aunque sus salarios-reales hubiesen sido menores en 1919-1920.-

La comparación de los índices del costo de la vida demuestra una escasa variabilidad en comparación con la de los precios mayoristas. Esto indica bien claramente que la estabilización de una moneda debe hacerse buscando un equilibrio entre los diversos índices nacionales del costo de la vida y de los precios minoristas, mucho más que de los precios mayoristas. Una diferencia en estos, no importa cuan amplia sea, puede ser y es en definitiva corregida. Inglaterra experimentó entre 1925 y 1930, por el contrario, que una sobrevaluación de la moneda en términos de salarios es muy difícil de ajustar, y puede aún causar graves inconvenientes en la estructura económica.-

Durante este período, buen número de productores de materias primas obtuvo la estabilización de "precios mínimos", restringiendo así el consumo e impulsando la producción antieconómica.-

Para mantener la libra a la nueva paridad se debió apelar al mantenimiento de una alta tasa bancaria y a la contracción casi violenta del crédito. De otra manera el volumen constante de poder adquisitivo en forma de circulación o de depósitos bancarios hubiera significado un considerable aumento de las importaciones contra un drenaje de oro, que hubiese vuelto, a su vez, a imponer la contracción.-

El proceso de deflación que quiso imponerse chocó, naturalmente, con la rigidez de los salarios, de los precios mínimos de ciertas materias primas y del costo de los altos tipos de interés vigentes para las obligaciones a largo plazo. Mientras aparentemente la industria prosperaba, su debilidad intrínseca preparaba la crisis a la que la libra debió doblegarse.-

El Informe Macmillan (1) resume cuatro efectos de la política de la "moneda cara":

- 1° Se presta menos al extranjero y se toman prestadas mayores cantidades, equilibrando la balanza de pagos con la importación de capitales.
- 2° Restringe la empresa en el país, y el poder de compra.
- 3° Esto a su vez tiene el efecto de bajar los precios de los productos primarios y el volumen del dividendo nacional.
- 4° Esta caída de los precios no está acompañada del correspondiente descenso en los salarios, por lo que ocurre a costa del productor. Si esta circunstancia persiste durante cierto tiempo el productor sentirá la presión de reducir sus costos y de bajar los salarios.

Como inevitablemente debe ocurrir tras un agudo período de deflación, la desocupación se hizo crónica. El mínimo alcanzado en 1929 por Inglaterra se considera ya

(1) Comité on Finance & Industry, Report, 1931. Pág.96.

como permanente e insoluble dentro de las actuales condiciones del comercio internacional. La época de prosperidad permitió absorber mayor cantidad de desocupados a otros países que a Gran Bretaña.-

En razón de su mayor dependencia del comercio de exportación, los efectos de la sobrevaluación de la libra incidieron particularmente sobre el volumen de la producción en el período de la crisis comprendido entre 1929 y Septiembre de 1931. El número de obreros parados, total y parcialmente, fué el que sigue: (1)

	<u>Totalmente desocupados</u>	<u>Parcialmente desocupados</u>
1927	899.000	263.000
1928	980.000	309.000
1929	994.000	268.000
1930	1.467.000	526.000
1931	2.129.000	587.000

11. EL FUNCIONAMIENTO DEL PATRON ORO.

El movimiento iniciado en Inglaterra con la vuelta al patrón oro se extendió con rapidez a todo el mundo. El período 1925-1929 se caracteriza por la estabilización de las monedas sobre la base oro y por una gran prosperidad comercial, con altos precios, disminución paulatina de la desocupación y gran intercambio internacional.-

Inmediatamente después de este período se produce la gran crisis, cuyas consecuencias afectan todas las ramas de las actividades económicas.

El análisis de la crisis ha dividido la teoría en dos campos: el que cree que su origen ha sido de indo-

(1) Anuario de la Sociedad de las Naciones. . .

le monetaria, y el que en cambio busca la explicación real en una serie de circunstancias casuales cuya presencia conjunta agrava extraordinariamente una crisis periódica.-

La teoría monetaria del origen de la crisis (1) arguye que la vuelta al patrón oro trajo serias perturbaciones por las siguientes razones:

1° Que fué inoportuna. La estabilización de la libra se hizo a un nivel un 10% más alto de su poder adquisitivo interno, comprendiéndose el nivel de los salarios y el de los precios minoristas, mucho más difíciles de ajustar que los mayoristas y escasamente susceptibles de adaptar al valor externo de la moneda. Francia y los países de la Unión Latina, por otra parte, estabilizaron su moneda a límites muy por debajo de su paridad adquisitiva.-

2° que produjo una escasez y una mala distribución de oro, responsables de una guerra económica emprendida a fin de procurarse reservas metálicas, y de un movimiento general de deflación para ajustar los costos a los precios.

3° que se cometieron graves errores en el manejo del patrón oro, y qué, aunque no se hubiesen cometido, las condiciones de la post-guerra eran tan diferentes de las existentes antes de 1914, que de cualquier manera obstaculizarían su normal funcionamiento.-

(1) Op.cit. Pág.93.-

La tesis contraria atribuye la depresión a los acontecimientos económicos en los Estados Unidos con su prosperidad especulativa y las altas tasas del dinero, que significaron una virtual interrupción de los préstamos al exterior especialmente a América Latina; a la coincidencia de grandes cosechas en todo el mundo en el año agrícola 1929-30; a la exigencia del pago de las Reparaciones en oro, y también a la política de acaparamiento de oro de Francia y los Estados Unidos.-

El Informe del Comité Macmillan (1), redactado por economistas de ambas tendencias, se definía en estos términos: "Las dificultades económicas son debidas, especialmente, no a un comportamiento inadecuado de los factores monetarios en sí mismos, sino a cambios rápidos y anormales en lo que pueden ser correctamente señalados como fenómenos no monetarios que a su vez han producido cambios monetarios".-

Aunque no corresponde extenderse aquí en el análisis extenso de las causas de la crisis, debe señalarse que a Gran Bretaña no le cupo responsabilidad sino en cuanto al tipo de estabilización. Su política fué de dejar libertad a los movimientos de metal, a las transferencias de capitales, a la entrada de las exportaciones de los países deudores.-

12. LAS INFLUENCIAS EXTERIORES SOBRE LA MONEDA INGLESA/

El período comprendido entre 1925 y 1931 se vió influenciado por los acontecimientos monetarios en los Estados Unidos. La política de expansión y de dinero barato en este país tuvo análogos efectos en Inglaterra, buscando en lo posible el mejoramiento de la situación industrial. Pero en Estados Unidos la expansión dió lugar al período especulativo de 1928, y cuando se quiso aumen-

(1) Op.cit. Pág.93/94.

tar la tasa bancaria para contenerlo, el resultado fué la inmediata elevación del tipo de interés del dinero a corto plazo, con la correspondiente atracción de fondos europeos y especialmente ingleses.-

Las acciones estuvieron subiendo durante cierto tiempo en Nueva York en forma inusitada de 5 a 10% por mes. En estas condiciones los corredores de bolsa poco reparo tuvieron en abonar por sus préstamos 5, 4 o 6 % anual; en realidad la tasa para operaciones del mercado llegó a subir a 20%. Durante todo este tiempo Londres estaba perdiendo oro, y hacía los mayores sacrificios para contener esta emigración.-

También se paralizaron por este modo las exportaciones de capitales desde los Estados Unidos a América Latina, Australasia y el Lejano Oriente, desde que no existía atractivo en arriesgar inversiones a largo plazo cuando existían tasas más altas para préstamos a corto plazo. El efecto de esta paralización fué desastroso para los países que como Australia o la Argentina mantenían en 1929 y 1930 un poder de compra amplio basado en el monto de los depósitos bancarios. El resultado inmediato fué un drenaje de oro, en dirección a Inglaterra, que en parte salvó así su propia pérdida con relación a los Estados Unidos y a Francia.-

En este país no se apreciaron las consecuencias futuras del proceso, y lo que hoy aparece claramente como el fruto de la especulación, parecería entonces el amanecer de una nueva época económica, en la que la producción en masa y la eficiencia técnica traerían una continuada prosperidad universal.-

No solo la situación americana produjo un desequilibrio en las condiciones general del intercambio y de las monedas, sino también la estabilización del fran-

co a un bajo nivel. Este bajo nivel y la prosperidad reinante en los Estados Unidos produjeron un gran aumento en el turismo y en la exportación de artículos de lujo, bebidas y perfumes.- Por otra parte las importaciones estaban restringidas por la depreciación y los bajos salarios relativos que entonces se pagaban en Francia, y aún la política monetaria tendía a acumular stocks de metálico. Se comprende que Francia haya podido recibir enteramente en oro el saldo favorable de su balanza de pagos durante cuatro o cinco años de subvaluación de su moneda.

Inglaterra tuvo que soportar un drenaje de oro hacia Francia de 33 millones de libras en 1929 y 55.2 millones en 1930. La tasa bancaria, reducida a $4\frac{1}{2}\%$ en Abril de 1927, fué elevada a $5\frac{1}{2}\%$ en Marzo de 1929 y a $6\frac{1}{2}\%$ en Septiembre de 1929, salvando esta tasa casi penal una difícil situación que terminó en los Estados Unidos con el famoso "crack" de Octubre de Wall Street.-

El año 1930 fué ya de profunda crisis, comenzada con una gran acumulación de stocks agrícolas y baja de los precios. El trigo había perdido un 50% de su valor, el maíz el 53%, el algodón 42%, el café 47%, la goma 61%, el cobre 39%. La elevación de las tarifas aduaneras, las cuotas, restricciones y moratorias se presentaron rápidamente, causando los consiguientes temores en todos los mercados. Los capitales buscaron la mayor liquidez posible, las inversiones a corto plazo regresaron a sus respectivos países, y las monedas más débiles debieron abandonar el patrón oro. La desconfianza, un importante fac-

tor en el desarrollo de la crisis de 1931, cundió rápidamente. Londres, banquero mundial, sufrió las consecuencias de una virtual corrida, e Inglaterra se vió abocada al abandono del patrón oro.-



BIBLIOTECA

C A P I T U L O I I I

EL ABANDONO DEL PATRON ORO

1. El Informe Macmillan.- 2. El abandono del patrón oro.- 3. La posición del Gobierno.- 4. Las causas directas.- 5. Las causas indirectas. a) Sobrevaluación de la £. b) La escasez de oro. c) El balance de pagos de Gran Bretaña. d) Aspecto nuevo del mercado monetario. e) Los movimientos del oro. f) Falta de cooperación internacional.- 6. Consecuencias.- 7. Producción y desocupación. 8. La subvaluación de la £.- 9. Análisis de la inconvertibilidad.-

La restauración del patrón oro en 1925 había encontrado serias resistencias de parte de los industriales y exportadores, y se siguieron oyendo posteriormente voces de protesta. Para 1928 y 1929 estas voces habían sido por lo general ahogadas por la mejora de la situación: los precios habían llegado a altos niveles, lo que se consideraba suficiente para liquidar la sobrevaluación que la libra había adquirido en 1925.-

Sin embargo, la comparación de cifras con otros países indicaba que Inglaterra no conseguía su parte íntegra en la expansión mundial, y que los países que habían devaluado su moneda, como Francia, por ejemplo, gozaban de un grado más alto de prosperidad y no habían sufrido inconvenientes graves derivados de su política monetaria.-

Había parecido en 1925 deshonesto dar a la £ un valor diferente, en oro, del que se le había fijado en 1821, pero no faltaban los críticos que se preguntaban cual era la lógica de ajustarse a la estabilidad en una mercadería, el oro, cuando la libra dife-

ría en precios de todas las demás.-

Las alusiones al mal funcionamiento del patrón oro eran frecuentes, y así lo reconocía un estudio del Dr. L.J.A. Trip para la Liga de las Naciones. (1)

Este estudio puntualizaba las condiciones bajo las cuales el patrón oro operaría en forma normal, produciendo el equilibrio universal que se esperaba de su funcionamiento; pero no por eso dejaba de reconocer que el oro podía sufrir variaciones en sí mismo, pues en el punto 9 observaba:

"La disparidad del valor adquisitivo de la moneda y del oro puede originarse por:

a) La creación inadecuada de moneda fiduciaria y de crédito.

b) Por un cambio en el poder adquisitivo del oro, esto es, en los niveles de precios, motivado por las distintas cantidades de mercaderías que pueden ser adquiridas con el oro".-

La lectura del estudio deja la impresión de que las condiciones monetarias de aquel momento eran tan diferentes del ideal allí definido, que del patrón oro no podía esperarse un ajuste internacional sin obstáculos.-

El "Primer Informe de la Delegación del Oro" también de la Liga de las Naciones, había definido la existencia de un déficit de oro en razón de las cifras de la producción mundial, y el Profesor Cassel, que la integraba, había hecho considerar, aprobándose, su premisa de que era necesario un aumento de 3 % anual

(1) Trip L.J.- Report on the gold standard -1929- Liga de las Naciones.-

en la producción del oro para equilibrar el ritmo del progreso mundial.-

El terreno estaba, pues, preparado y era lógico que todos los inconvenientes industriales y el saldo de la balanza de pagos inglesa se atribuyan al patrón oro.

Es de reconocer que los ingleses solo a regañadientes podían aceptar que su libra valía más en oro que en mercancías. En 1929, aunque muchos protestaban por haberse vuelto al patrón oro muy pocos se hubiesen mostrado partidarios de su abandono.-

Cuando -transcurrido el año 1930 con toda su secuela de trastornos económicos, más de dos millones de desocupados y el comercio mundial reduciéndose mes por mes- algunos hechos sacudieron fuertemente el armazón financiero, no hubo sino aislados defensores del mantenimiento de la conversión a toda costa, y aún esos pocos sin mucho entusiasmo.-

El Informe Macmillan, redactado por economistas y banqueros de prestigio, aunque se oponía al abandono en la forma, en el fondo convenció a Inglaterra que la situación no podía mantenerse, la crisis alemana, la posición antagonística de Francia terminaron con las pocas esperanzas que existieran de resolver los problemas dentro del patrón metálico.-

1. EL INFORME MACMILLAN.

El Comité sobre Finanzas e Industria (Comitee on Finance & Industry) nombrado en noviembre 1929 para estudiar "Los Bancos, finanzas y crédito" y hacer "re-

comendaciones que puedan permitir la promoción del comercio y la ocupación de obreros" estaba compuesto del Presidente, Lord Macmillan y 14 miembros de los cuales se destacaban los profesores Allen, Gregory, Keynes y Lennox B. Lee entre otras prominentes personalidades de la Banca, el Comercio y las Trade Unions.-

El Informe, presentado en Junio de 1931, de más de 300 páginas, contenía interesantísimo material y se componía de dos partes: una descriptiva y la otra de recomendaciones.- Principalmente, el estudio del Comité se circunscribió a cuestiones monetarias, y como durante su investigación se vino desarrollando la crisis general, más que recomendaciones para promover el comercio, las suyas fueron referidas a la difícil situación atravesada y a los medios de salvarla.-

Luego de una descripción de los sistemas monetarios, del patrón oro y de los bancos ingleses, el informe se refiere a los especiales problemas de Gran Bretaña y en particular a la desocupación. "La misma existencia del problema de la desocupación demuestra que existe una disparidad entre los precios y los costos de producción, con el resultado de la disminución o eliminación de utilidades en forma tal que quitan todo incentivo a la expansión de la producción", decía.- (1)

Luego de un estudio general sobre la situación económica inglesa, importaciones y exportaciones, la

(1) Macmillan Report, 1931. Pág.52.-

capacidad y eficiencia de la industria y mano de obra, la oferta y demanda, los salarios reales y el costo de la vida, el Informe se ocupa en el capítulo VII de la distribución del oro en el mundo.-

Cuando el patrón oro internacional fué restablecido en el período 1925-28, los países europeos poseían según el informe, £ 741 millones de libras (o sea 35%) de un total de £ 2102 millones, mientras que antes de la guerra sus reservas alcanzaban a £ 1183 millones sobre un total de \$ 1803 millones (63 %).- Los depósitos yanquis de oro habían subido de 429 en 1913 a 2 950 millones en 1925 o sea de un 24% a un 45%.-

Posteriormente hubo un movimiento de oro a Francia y Sud América con pérdida stock para Estados Unidos, y luego un contramovimiento de los países deudores a los países acreedores, especialmente Francia y los Estados Unidos.-

En 1930 tres países: Estados Unidos, Francia y Gran Bretaña, controlaban el 78% del oro mundial, y con cinco países más: Italia, España, Alemania, Japón y la Argentina el 82 %.-

Se trasluce en el Informe cierto temor por la insuficiencia de la producción de oro con respecto a las necesidades del comercio internacional y a las pocas perspectivas existentes para el descubrimiento de nuevas minas que sustituyeran al Transvaal.- Según un perito que respondió a la encuesta del Comité Mer.Kitchin, un 42% de la demanda del oro provenía de usos indus-

triales y para atesoramiento en la India.-

El Informe sacaba en consecuencia que "a menos que se tomen medidas para evitar el peligro, una caída de los precios debida a insuficiencia de oro ocurrirá indudablemente en el futuro; pero, sin embargo, dice, "las cifras anotadas no llegan a probar que el problema del oro esté tan estrechamente vinculado al hecho físico de la producción que las perspectivas quitan toda esperanza".-

Aconseja (Pág.67) los siguientes medios para evitar en el futuro escasez del oro:

a) Concentración de todo el oro monetario en las arcas de los Bancos Centrales.

b) Economía de estas reservas por medio de la reducción de los mínimos de las proporciones de las reservas, reconociéndose los variados requerimientos de los diferentes países de acuerdo con sus propias circunstancias económicas.-

c) Un entendimiento común entre los Bancos Centrales respecto de la reducción, cuando la ocasión lo demandara y las circunstancias lo permitieran, de la proporción del total de la reserva oro mantenida en la práctica.-

Reconocía que la distribución de oro en aquel momento no era satisfactoria, y consideraba que las barreras aduaneras y otras trabas habían significado movimientos exagerados del oro. "Es a la inestabilidad de las finanzas internacionales y especialmente a la

irregularidad en el fluir del crédito entre países deudores y acreedores a que debe ser atribuida la presente distribución del oro, y a la presión que el proceso de redistribución ha ejercido sobre las políticas de crédito".-

A su juicio las causas de inestabilidad eran las siguientes:

- a) Las deudas de guerra y la imposibilidad de Alemania de pagar en mercaderías
- b) la situación de Estados Unidos como nuevo acreedor con una dispersión de iniciativa y responsabilidad en la dirección de las finanzas internacionales.
- c) Empréstitos para objeto no productivos con la correspondiente dificultad en el pago de los intereses.
- d) La experiencia monetaria reciente ha exigido mayor liquidez a los activos bancarios. Francia, por lo demás, ha invertido en oro todos sus saldos acreedores de 1926 a 1930 y la actitud de los Estados Unidos hacia las inversiones en el extranjero ha fluctuado mucho.-
- e) Los movimientos del oro han cesado de producir lo que se consideraba efecto "normal" en la política del crédito de ciertos países, especialmente Francia y Estados Unidos.-

Su conclusión es que el problema de la mala distribución del oro tiene una solución en la eliminación de las causas apuntadas, mucho más que en el aumento de la producción.-

Según el informe, las situaciones anormales desa-

rrolladas en Francia y Estados Unidos, analizadas al detalle pasaron especialmente sobre Gran Bretaña que tuvo que vender a Francia 33 millones de libras de oro en 1929, y 55.2 millones en 1930.-

Alemania tomó 18.4 millones en 1929 y 16.2 millones en 1930; en 1929 fueron 7,9 millones a los Estados Unidos.-

El stock de oro del Banco de Inglaterra de 148.6 millones en 1926 pasó a 150.1 en 1927, a 162.6 en 1928, cayendo a 146,9 en 1929 y aunque en 1930 subió a 155.1, "esto se debió a los embarques de España, Argentina, Brasil y Australia, que reflejaban el malestar económico de estas áreas" (Pág.76).-

Analiza luego "El curso de las inversiones internacionales" con los desastrosos resultados de las inversiones norteamericanas en Sud América en cuanto cesaron los empréstitos; la "Caída de los precios internacionales y sus consecuencias", y en otro capítulo "La influencia de la Política Monetaria sobre el nivel de precios".-

También en la segunda parte, "Conclusiones y recomendaciones" deja una impresión general de pesimismo, e incluye algunas cifras que indudablemente alarmaron a los depositantes extranjeros. El apéndice I incluye un análisis del mercado monetario de Londres que puede resumirse como sigue:

AÑOS	Depósitos y letras en £ en cuen- ta foránea	Letras en £ aceptadas por cuenta de ex- tranjeros	Pasivo neto en Londres
1927	419.000.000	140.000.000	279.000.000
1928	503.000.000	201.000.000	302.000.000
1929	451.000.000	176.000.000	275.000.000
1930	435.000.000	116.000.000	274.000.000
1931 (Marzo)	407.000.000	153.000.000	254.000.000

El informe demostró también que los depósitos en Londres eran a corto plazo, mientras que el saldo del pasivo de las letras pendientes, GRAN Bretaña lo había prestado a largo plazo, lo que no era precisamente para tranquilizar a sus acreedores en un momento de apuro. Declaraba además que la existencia de otro gran mercado monetario, Nueva York, incluía la posibilidad de una rápida transferencia de fondos, de acuerdo con las variaciones de la tasa bancaria. Señalaba claramente el peligro de recibir fondos a corto plazo y prestarlos a largo plazo, añadiendo "Nuestra posición es menos líquida que anteriormente".-

La necesidad de aumentar los precios aparecía como "inmediata" para aliviar las pérdidas que los productores estaban sufriendo en todas partes del mundo.-

Su existencia sobre las deudas de guerra y el peso enorme que insumirían en las rentas nacionales en medio de la depresión llegar a dar la impresión de una imposibilidad de equilibrar el presupuesto, lo que se añadiría a las ya existentes dificultades.-

Al hablar de los "períodos largos de estabilidad en el nivel de precios" preconizaba una política monetaria de expansión del crédito y ajuste de los precios del oro.-

Los métodos propuestos dejan la impresión de la imposibilidad de ser aplicados y aceptados por todos los países en medio de una terrible lucha por la defensa de las economías nacionales, de modo que, aunque no propiciado, el abandono del patrón oro aparecía como la única solución.-

Consideraba que el sistema monetario inglés debía ser dirigido y no creía prudente que se lo siguiera apreciando como algo automático, capaz de funcionar en forma tal de corregir cualquier desequilibrio por sí mismo.-

Las sugerencias del Comité en materia de política bancaria pueden resumirse como sigue:

(I) Los Bancos Centrales deben regular el crédito a fin de mantener la mayor estabilidad en la tasa de las nuevas inversiones tanto en el interior como en el exterior.-

(II) Deben conferenciar a menudo a fin de acordar sus respectivas políticas de crédito y llegar a fines comunes, dentro de la autonomía nacional de cada uno.-

(III) Cada Banco debe hacer lo necesario para impedir la importación de más oro que el necesario.-

(IV) Los Bancos Centrales deben cuidar de que sus connacionales no se embarquen demasiado en inversiones ya muy líquidas, o ya a largo plazo, procurando mante-

ner un mesurado equilibrio.-

(V) Francia, Estados Unidos e Inglaterra deben perseguir una política de moneda barata e impulsar las inversiones en los países deudores.-

Con respecto al Banco de Inglaterra, el Comité indicaba:

(I) No hay razón para obstaculizar la emisión de billetes en vista del monto de los depósitos.-

(II) Conviene variar con más amplitud la proporción de las reservas y el público no debe asignarle a este hecho importancia indebida.-

(III) No conviene mantener ninguna legislación que signifique una esterilización de oro.-

(IV) Sin embargo, no es irrazonable considerar cierta parte de la reserva como perteneciente a la Nación y que deba mantenerse para situaciones extraordinarias.-

(V) El monto de esta reserva no puede fijarse ni por el principio británico que limita la circulación fiduciaria ni por el extranjero de proporción a la circulación de billetes, porque depende de factores distintos a los que rigen la circulación.-

(VI) Del mismo modo, el límite a la emisión debe ser fijado independientemente de la reserva en oro que mantenga el Banco.-

Propuesta de reforma:

De acuerdo con las sugerencias anotadas, el Comité recomienda que:

a) el Parlamento debe autorizar al Banco a poner

en circulación un límite de billetes que exceda ligeramente el máximo de las variaciones estacionales. Es decir si se considera que 380 millones es el máximo, la autorización de emitir puede fijarse en 400 millones.-

Aparte de esto la autorización de la ley de 1928 respecto de una ampliación momentánea con acuerdo del Parlamento, debe mantenerse.-

b) No se debe permitir al Banco de Inglaterra disminuir su reserva en oro por debajo de £ 75 millones. (El Comité agregaba que no contemplaba que en circunstancias ordinarias el Banco permitiera llegar la reserva a este mínimo, y que tampoco estaba en favor de la reducción de oro del Banco).-

c) El Departamento de Emisión y el Departamento Bancario debían amalgamarse.-

d) Los saldos con el Banco Internacional de Ajustes deberán ser considerados como equivalentes de oro en posesión del Banco.-

Reclamaba el informe mayor elasticidad, el aumento de los recursos líquidos del Banco, la ampliación de su capital propio y tranquilidad pública si se producían fluctuaciones considerables en las cifras del activo del Banco.- La tasa bancaria debía ser usada para normalizar los movimientos de fondos, cuidando de no encarecer el crédito interno.-

Indicaba una mayor relación entre el Banco de Inglaterra y los Bancos comerciales, y la presentación más clara de los balances mensuales.-

Con respecto a la situación industrial y al aumento de los números de obreros ocupados podían mejorarse

la situación mediante:

a) aumento de las exportaciones, b) substituir las importaciones por artículos nacionales, c) aumento de las inversiones locales.-

Los medios prácticos serán a) reducción de los salarios, b) control de las importaciones y ayuda a las exportaciones, c) las iniciativas de inversiones domésticas deberían ser asistidas por el Estado.-

Los términos del Informe eran, bien analizados, contradictorios.-

"La reducción de sueldos y salarios, sin sacrificios para el rentista, tiene graves dificultades y desventajas: el cambio debe ser general. La devaluación no sería practicable para Gran Bretaña..."

Esta misma alusión, aunque negativa, convenció a muchísima gente que el único camino posible, y el menos doloroso, era el del abandono del patrón oro.-

La idea de una moneda alineada con el oro, y "dirigida", en que insistía el informe era más fácil de aceptar con una moneda papel, ya que el concepto general era de un funcionamiento automático del patrón oro.-

Según "The Statist" el Comité había estado dominado intelectualmente por el Profesor Keynes y las teorías de su "Tratado sobre la Moneda" que acababa de ser publicado. Esta revista (1), criticaba la proposición de tender a una suba de precios y ponderaba, en cambio, la política monetaria y la situación económica de Francia.-

Al analizar la diversidad de medidas propuestas y

(1) The Statist, 18/7/938.- Editorial.

las reservas formuladas individualmente por los miembros, terminaba así: "Todo lo cual, aunque tal vez inevitable, no es particularmente una ayuda". La impresión general era de pesimismo, lo cual no era sorprendente en medio de la crisis monetaria alemana de ese momento que parecía llevar un colapso general.-

El Informe fué elogiado en su parte técnica, pero sus recomendaciones fueron tomadas con suma frialdad, en parte por su falta de unidad, en parte porque las proposiciones implicaban innovaciones difíciles de encontrar apoyo en medio de la desorientación que cundía.-

Individualmente cada uno pensaba en salvarse a sí mismo y colectivamente no existía la confianza necesaria como para emprender, en ese difícil momento, nada que tuviera el menor viso de arriesgado para Gran Bretaña.-

2. EL ABANDONO DEL PATRON ORO

La publicación del Informe Macmillan había causado una general impresión de pesimismo en Londres, y en el exterior un sentimiento de desconfianza hacia la £, que se convirtió en una rápida carrera de abandono de los fondos colocados en esta moneda.-

Hasta fines de 1931 el Banco de Inglaterra no adoptó medidas especiales para neutralizar la situación difícil del mercado monetario a pesar de que poseía la reserva en dólares asegurada en 1925, y de cuya existencia no se tuvo noticias durante la crisis. Fué conocida sólo unos meses después del abandono y en esta

forma se perdió el efecto psicológico que hubiera producido el saber que el encaje respaldando a la £ era de 200 millones en lugar de 140. El Tesoro decretó bajo los términos de la ley de 1928, un aumento de la circulación fiduciaria de 260 a 275 millones de £ por espacio de tres semanas, como una medida para sostener la demanda de las "bank holidays" del 1° de agosto.-

También a fines de julio se convino con el Banco de Francia que este sostendría la £ mientras se finiquitaba un crédito de £ 50.000.000 en que participarían Francia y Estados Unidos en igual proporción. El crédito se concluyó el 31 de julio, sin que tuviese, aparentemente, mucho efecto sobre el mercado, pues el 3 de agosto la £ se cotizó algo por encima del punto de salida del oro.-

El Banco de Inglaterra debió actuar en el mercado con los fondos de crédito en forma amplia para defender la £, pero debido a un error de táctica, esta intervención resultó muy pronto conocida por todos. El hecho complicó la situación, aumentando el temor de los que tenían fondos en Londres y dando por otra parte, renovado estímulo a los especuladores.-

El error había consistido en poner a cargo de la intervención en el mercado de cambios a dos bancos menores: British Overseas Bank y Anglo International Bank. Cuando más tarde un nuevo crédito de 80.000.000 de £ fué otorgado por Francia y Estados Unidos, el error no se repitió y las operaciones se realizaron por medio de los "Cinco Grandes", sin que nadie conociera hasta

que punto la £ se sostenía con el apoyo oficial.-

Según Einzig (1), fué un error técnico permitir que la tasa del cambio a término fuese oficialmente sostenida cuando comenzó a existir un premio considerable entre las cotizaciones a término y las directas. Juzga que de haberse ensanchado la diferencia, los especuladores se verían detenidos por el considerable costo de sus operaciones para el caso en que la £ mantuviera su paridad. Al intervenir oficialmente para amenguar el descuento en las cotizaciones a término el Banco facilitaba el juego de los especuladores que lo hacían a poco riesgo, desde que en caso de resistir la £, sus pérdidas eran mucho menores.-

Uno de los hechos más criticados de toda la situación fué el de que la tasa bancaria no se elevara suficientemente. Esta crítica provino generalmente, del exterior, y sobre todo de aquellos bancos extranjeros que tenían parte de sus reservas en divisa inglesa, y que a pedido del Banco de Inglaterra, no agravaron la situación con retiro de fondos. El Banco Central de Holanda, que fué el más dañado por el abandono del patrón oro llegó a pedir indemnización y durante cierto tiempo las relaciones fueron muy tirantes.-

La tasa de $2\frac{1}{2}$ % el 22 de julio había subido en el momento del abandono, a $4\frac{1}{2}$ %, y un aumento hubiera detenido hasta cierto punto la huida de capitales ingleses al exterior. En cuanto a los capitales extranjeros en Londres, o el temor era muy grande o el movimiento

(1) Einzig Paul - The Comedy of the £. Pág.23.-

estuvo muy preparado para que un aumento de la tasa bancaria hubiese tenido efectos definitivos.-

Otra circunstancia que apresuró el desenlace fué la demanda de moneda holandesa, cuyo cambio se dejó apreciar más allá del punto de salida del oro, y como consecuencia fuertes embarques de oro se hicieron para aquel país, centro bien sindicado de la especulación internacional. Muchos críticos opinaron que junto con los créditos en francos y dólares, debía haberse creado una defensa en moneda holandesa.

Los términos del Informe Macmillan eran también demasiado claros o demasiado imprudentes. "Estas ideas no hubieran nunca aparecido en una publicación oficial antes de la guerra. Pero los tiempos habían cambiado en Gran Bretaña y los prevenidos podían entender con esto que Londres no era ya un lugar seguro para el depósito de monedas extranjeras desde que, aparentemente, una gran parte de la opinión no estaba preparada para sostener una real lucha por el oro". (1).-

El Gobierno laborista entonces en el poder no supo manejar la situación difícil que se le presentaba. Las recomendaciones del Informe Macmillan sobre reducción de los subsidios a los desocupados y sueldos de maestros atrajo considerable discusión y algunos miembros prominentes del Partido hablaron abiertamente de inflación, contribuyendo a restar confianza.-

Fué necesario, una vez consumido el primer crédito

(1) Fraser H.F. - Great Britain & The Gold Standard.
Pág. 97.-

to de 50 millones, otro de 80 millones, en el que participaban ahora los Estados Unidos, pero no contribuyó en nada a aliviar la demanda de oro. La necesidad de imponer ulteriores economías en el presupuesto, y repetidos ataques de la izquierda laborista sobre "la indecisión del Gobierno frente a fuertes núcleos capitalistas" obligó al gabinete a renunciar el 24 de agosto.

Macdonald continuó como primer Ministro, pero al frente de un Ministerio de coalición nacional, que naturalmente, fué visto con más simpatía por la City.-

El Vizconde Snowden continuó también como Ministro de Hacienda, y tuvo a su cargo el rehacer el presupuesto. Ya sin el optimismo que había demostrado en el primitivo presentado en abril, cortó los gastos y dispuso un nuevo esquema para el subsidio a los desocupados que limitaba sus beneficios.

Lo que esto tuvo de favorable en la impresión exterior, que creyó que había una disposición fuerte de mantener la £ dentro del oro, fué perdido por lo que se llamó el incidente de Invergordon. Los marineros de la Marina de Guerra, que habían sufrido junto con otros que dependían del Gobierno ciertas reducciones en sus salarios, protestaron colectivamente, y la propia prensa inglesa, sobre todo la superpatriótica, calificó el movimiento de "motín" sin reparar el daño que se hacía al país.-

Junto con las influencias económicas estaban actuando influencias especulativas que no dejaron de apro-

vechar la ocasión para expandir por toda Europa abultadas noticias sobre la situación y para formular conjeturas que hacían aparecer como crítica la situación en Gran Bretaña.-

Este incidente ocurrió el 15. El Banco de Inglaterra perdió el 16, £ 5 millones de oro, el 17 perdió 10 millones y el 18 de Septiembre 18 millones.-

Con esto, los créditos a disposición del Gobierno quedaban reducidos a nada y el Banco sólo tenía un encaje de 130 millones de libras más o menos, con el cual se consideró imposible seguir adelante la lucha.-

El 19, sábado, el gabinete resolvió por Decreto, suspender los pagos a partir del lunes 21, fecha en que se pasó la Ley pertinente. La Ley suspendía la obligación de vender oro al precio fijado por la Ley 1844 y en las circunstancias y forma determinadas por la Ley de 1925.-

El patrón oro había funcionado sólo seis años.-

La circulación fiduciaria autorizada por la ley de 1928 permanecía en vigor, de manera que solo podría ser variada a pedido del Banco y con aprobación del Tesoro. La circulación se mantenía pues, en un total de £ 260.000.000 más las reservas de oro.-

Reducida la circulación, el valor interno de la £ no varió contra la expectativa de muchos. El hecho de que el total de la circulación no se alterara decepcionó a los que creían que "dejar el patrón oro necesariamente significaba una prodigiosa y desastrosa inflación, y a quienes pensaban que reviviría el comer-

cio de exportación y terminaría con la desocupación"(1)

En dos meses Inglaterra había perdido 200 millones de £ en oro por defender las monedas de la Europa Central a la manera del Siglo XIX, pero ya no era el Banco de Inglaterra todopoderoso. En solo los préstamos de Francia y Estados Unidos, calculando la depreciación con respecto al oro en un 40%, la pérdida neta había sido de 52 millones de libras para cumplir con los francos y dólares oro que deberían pagarse.-

La £ había caído esta vez, en medio de la paz, no por una guerra mundial como en 1914. Había encabezado la vuelta al patrón oro en 1925 y se había encontrado incapaz de resistir cuando todas las monedas importantes permanecían estables y sólo la Argentina, Uruguay y España tenían circulaciones inconvertibles.-

Al respecto decía Einzig (2): "Una diferencia esencial entre la suspensión del patrón oro durante la guerra y durante la crisis económica, es que en la primera ocasión la suspensión fué acompañada por inflación, mientras que en el presente caso se debe a factores internacionales. Esto debe ser tenido en cuenta en vista de las críticas formuladas en el extranjero contra las autoridades británicas. Es cierto que las condiciones presupuestarias distaban de ser ideales pero en esto Gran Bretaña no estaba sola. Como resultado de la crisis cada gobierno había tenido un déficit más o menos sustancial en 1931. Los Estados Uni-

(1) Cannan-Money - Ed.1932.- Pág.125.

(2) Einzig-The Tragedy of the £ Pág.112.-

dos tenían un inmenso déficit mientras que la posición de Francia tampoco era muy satisfactoria. La suspensión del patrón oro fué debida en gran parte a factores internacionales, sobre los cuales las autoridades británicas no tenían control. Si todos los depositantes de un Banco pierden la cabeza y reclaman el retiro de sus depósitos al mismo tiempo, no tienen derecho de culpar al banco si se encuentra imposibilitado de cumplir tal demanda anormal. Después de todo, es tarea del banco la de reinvertir los fondos que se le confían, y ningún banco o centro bancario es capaz de soportar la presión de una corrida general. En condiciones normales pueden ser salvados por ayuda de otros bancos o centros bancarios. Pero debido a las condiciones creadas por la crisis internacional, cada otro centro bancario debía mirar por su propia seguridad, haciendo imposible asegurarse ayuda suficiente para salvar la libra".-

La caída de la libra tuvo internamente efectos inmediatos poco notables, pues tomó a la generalidad del público desprevenido, ya que, fuera de los círculos bancarios, nadie se enteraba de los retiros de oro. Los diarios no habían traído las noticias de su página financiera a las de información general.-

No faltaron optimistas que quisieron obtener psicológicamente, lo mejor de las circunstancias, y el "Daily Express" con grandes titulares, se expresaba así: "Gracias a Dios hemos dejado el patrón oro"(1). En realidad para muchos sólo había cambiado el precio

(1) Citado por The Economist.

de un metal, el oro, como podía haber cambiado el del cobre o el del aluminio.-

La industria se sintió aliviada porque existía un concenso general que el retorno al oro de 1925 había dejado la £ sobrevaluada y la producción industrial obstaculizada. La lucha por los principios monetarios ortodoxos había sido demasiado cruel; la sensibilidad es notoriamente diferente para los perjuicios ocasionados por una caída de los ingresos en moneda que para la de los valores reales. La deflación es camino cuesta arriba, la inflación cuesta abajo.

La cotización de la £ bajó el 21 de septiembre hasta 4 dólares y cerró a 4,225.- Los fondos extranjeros, aún abundante pese a los grandes retiros, quisieron cubrirse de mayores riesgos, pero en general se observó la mayor calma y estuvo muy lejos de producirse un pánico, ni en Londres ni en las demás capitales.-

El Mercado de Valores, Stock Exchange, permaneció cerrado por orden del Gobierno durante dos días, y, al reabrirse se experimentó una considerable alza de precios en todas las acciones, al preverse una renovada actividad en las industrias de exportación.-

En los precios minoristas, inelásticos, la variación fué insignificante, como también había sido muy leve su caída a pesar de lo agudo de la crisis. Los precios mayoristas reaccionaron un tanto.-

Estados Unidos sintió después de Inglaterra los efectos de un drenaje de oro e inmediatamente después de la caída de la libra comenzó un movimiento de oro de

aquel país a Francia, Suiza, Bélgica y Holanda.-

La siguiente era la posición de las reservas oro:

(en millones de dólares oro)

	<u>EE.UU.</u>	<u>Francia</u>	<u>Inglaterra</u>	<u>Suiza</u>	<u>Holanda</u>	<u>Bélgica</u>
30/6/931	4.593	2111	793	162	200	200
31/12/931	4.051	2683	623	453	357	354
31/3/932	3.985	3010		471	353	350

En Inglaterra mucha gente atribuyó a la política monetaria yanqui de "esterilizar" la caída de la £ y esta política fué llamada por lo menos avaricia, entre otros muchos nombres.-

En Estados Unidos no se quisieron en absoluto responsabilizar por esto, negando toda culpa sus economistas, pero cuando el oro empezó a dejar el país se oyó decir en la Cámara de Representantes, al pasarse la Ley Glass-Steagall que permitía elegir bonos del Estado como reserva en lugar de oro: "Pasaremos esta Ley para que Francia pueda llevarse su oro e irse con él al Infierno". (1).-

3. LA POSICION DEL GOBIERNO.

Para Inglaterra que había vivido, prosperado y engrandecido bajo el patrón oro; que consideraba su adopción como el primer mandamiento de la ley monetaria; que había ayudado a tantas naciones a lograrlo, que sólo había cedido a una suspensión temporaria movida por la guerra y sin perder un sólo momento la esperanza y el afán de retomarlo, el abandono en frío debía haber provocado un profundo sentimiento, más cuando que ahora no podía creer

(1) The American Economic Review. Junio 1934.-

se en una vuelta a la paridad por mucho tiempo.-

El entonces ministro de Hacienda, Vizconde Snowden, se expresa así en su Autobiografía:

"El Primer Ministro y yo pasamos el fin de semana en Londres en consulta con el Banco de Inglaterra y otros grupos financieros, llegando a la conclusión de que debíamos pedir inmediatamente al Parlamento la inconvertibilidad en oro.

"El monto de los fondos extranjeros depositados en Londres excedía en mucho la existencia de oro. Si el Banco hubiese continuado bajo tales circunstancias bajo la obligación de pagar oro contra demanda, la seguridad de la moneda hubiese desaparecido.

"El próximo día (21 de septiembre), en medio de gran excitación, presenté a la Cámara el proyecto de Ley suspendiendo el Patrón oro. Todos reconocían que el primer efecto en el valor de la libra sería serio, pero creíamos este efecto temporario, y que aquellos que habían depositado su confianza en la £ no serían decepcionados".-

El Profesor Gustavo Cassel, al citarlo en su libro "The Downfall of the Gold Standard" (1) señalaba como había primado el interés en mantener la reserva de oro sobre la redimibilidad de los billetes, tal como había ocurrido antes muchas veces. Vea también en este un rotundo desmentido a la teoría ortodoxa de que las reservas de oro eran una garantía de conversión. El Informe Macmillan, había, sin embargo, preparado la opinión con su división de la reserva de oro en dos partes, una de las cuales debía destinarse a reserva extraordinaria para casos de necesidad nacional, y en el fondo es esta premisa la que se adoptó al crear la Cuenta de Estabilización de Cambios.

El Gobierno creía, entonces por lo menos que la libra conservaría todo su valor a pesar de una temporaria inconvención, por su prestigio en todo el mundo, y

(1) La caída del Patrón oro - 1936. Pág.64.-

que el retorno de los fondos sería una cuestión momentánea. Esto último ocurrió, pero la libra ajustó su valor a su poder adquisitivo interno, o aún a uno menor. Es posible que la política posterior, de alzar los precios y contener la suba de la libra fuese ya una rápida adaptación a las circunstancias favorables, o bien una definida tendencia del que resultó nuevo ministro de Hacienda, Mr. Neville Chamberlain.-

4. LAS CAUSAS DIRECTAS

La crisis general cuyo origen se remonta al "crack" de Wall Street en 1928, se había extendido a todo el mundo, y el movimiento era de continuo descenso. La caída de los precios mayoristas llegaba a 30 y 40% y en medio de la mayor indecisión gubernamental respecto a los medios de evitar sus males, crecía la desconfianza más grande que se recuerda en la historia de los negocios.

La posición de la £ ante los cambios se vió afectada en gran medida por la crisis general. Las exportaciones "visibles" disminuían con la rápidamente decreciente capacidad de compra de los Dominios, la Argentina, Sud América y en general los países productores, de materias primas, principales clientes de Inglaterra.-

Las empresas inglesas en el extranjero veían evaporarse las ganancias con la consiguiente disminución de las remesas de dividendos a Londres.

El comercio se restringía y la posición inglesa de intermediario sufría una reducción de sus entradas. La navegación perdía enormemente con la interrupción del comercio mundial y con ello se reducían los ingresos de

135 millones de £ en 1929 a 105 en 1930 y a 80 en 1931.-

La restricción de la navegación afectaba doblemente el comercio de seguros de que Inglaterra obtiene tanto provecho; la negativa de las compañías inglesas a incluir la cláusula oro que se comenzó a exigir en ^{el} continente hizo perder asimismo muchas pólizas.-

Las comisiones bancarias estaban reducidas a un mínimo. Los intereses de las deudas nacionales de varios países fueron suspendidos, entre ellos Brasil, Chile, Colombia, América Central, etc.-

Todos estos rubros del activo de la £ disminuían en forma alarmante y el Informe Macmillan había calculado que de seguir esa tendencia la pérdida neta del año 1931 sería de 100 millones de £.-

Los rubros del pasivo, por el contrario no disminuían en proporción semejante. Las importaciones habían excedido las exportaciones en 392 millones en 1930 contra 366 en 1929. En primer término sólo la deuda pública redituaba 300 millones de libras anuales en forma invariable, y con la baja de los precios sus beneficiarios mantenían un consumo constante. Los pensionados asegurados, los que disfrutaban alquileres, intereses fijos, debentures, los empleados y obreros que conservaban sus puestos mantenían su capacidad de compra. Aún los empresarios con utilidades disminuídas, en un país rico como Inglaterra, bajaban sólo relativamente su nivel de gastos.-

La misma situación de los desocupados que había llegado de 994.000 en 1929 a 2.734.000 en septiembre no era tan penosa como en el resto del mundo por el subsidio

que les permitía sostener todavía fuertes compras en razón de su número .

Mientras no se diese con el remedio duradero que corrigiese tal divergencia, el destino de la £ estaba señalado. Llevar la deflación a más extremos límites y en medio de tales circunstancias hubiera provocado graves movimientos sociales. La solución era aparentemente, abandonar el patrón oro y dejar que la Lira se buscara su propio camino.

Los retiros de capital, sin embargo, fueron los que precipitaron la crisis en Diciembre de 1930, y los bancos franceses comenzaron a retirar sus depósitos y siguieron con altibajos hasta septiembre del 31.- Si bien el Banco de Francia no hizo retiros por sí mismo, los bancos particulares no se contuvieron ni fueron contenidos en su acción. Más bien puede decirse que fueron estimulados por cierta prensa de París por razones políticas y al surgir diferencias con respecto a la política a seguirse en Europa Central por los dos países.-

En mayo de 1931 quiebra el "Kredit Anstalt", Banco de Viena, muy vinculado a la casa de Rotschild, que afecta a muchos bancos de Europa Central. Los bancos alemanes comienzan a retirar fondos de Londres para volver a las reservas anteriores. Los bancos americanos retiran fondos en razón puramente de desconfianza. La presión sobre los bancos alemanes toma las características de una verdadera corrida.-

En Junio el Presidente Hoover propone una moratoria general de un año que Francia tarda en aceptar. Cuando se aprueba el efecto favorable es muy tardío por-

que en toda Alemania cunde el temor. Los bancos centrales ofrecen a este país un préstamo de cien millones de dólares por intermedio del Banco de Ajustes de Basilea, que solo le dan un respiro por dos semanas. En julio quiebra la Nordwolle A.G. y otras firmas comerciales, se esparce el pánico y sufren corridas varios bancos de Alemania. Luego de un cierre temporario los bancos reabren bajo condiciones de severa restricción en los retiros. Por el 13 de julio los depósitos en Alemania se consideraban congelados, habiéndose ordenado un cierre bancario y una temporaria suspensión de pagos.-

Los bancos financieros (Accepting Houses) tenían muchos negocios abiertos con Alemania, algunas de ellas con compromisos que excedían varias veces sus recursos propios, y algunos empezaron a ser señalados como en dificultades. Esta especial situación fué salvada por la pronta disposición del Banco de Inglaterra a sostener a cualquier casa bancaria en dificultades. Debe especialmente señalarse que en Inglaterra no hubieron bancarotas bancarias durante la crisis, a diferencia de lo ocurrido en Estados Unidos, Francia y Alemania.-

Pero los depositantes extranjeros no contaron con esta solvencia, y en parte también por sus propias necesidades de liquidez, llevaron contra la City una ofensiva de retiro de depósitos considerable. Por otra parte aquel apoyo, aunque generalmente conocido, se mantuvo oficialmente secreto, no existiendo en el extranjero la misma confianza que en Londres.-

La desconfianza estaba alimentada por el temor de

que Inglaterra hubiese tenido enormes pérdidas en la crisis alemana, por la creencia de que las existencias de oro eran insuficientes en vista de que el pasivo a corto plazo que había hecho visible el Informe Macmillan, que además había sido desfavorablemente interpretado en el extranjero, y por la inseguridad respecto a la política del gobierno laborista. Las críticas inglesas al gobierno no eran muy agudas, pero sí las extranjeras. Sinceramente o con fines especulativos, se le achacaba una tendencia arbitraria al patrón oro, en el que veía un instrumento de las clases rentistas para aumentar sus ingresos. Este juicio debe haber sido equivocado por que precisamente la clase trabajadora, que representaba el gobierno, sería una de las más perjudicadas por el aumento de precio de los artículos importados. Aunque también puede ser que se hubiera visto en tal medida la única salida a la deflación que a cada momento se imponía más aguda, con la consiguiente necesidad de reducir los salarios.-

La disminución de la reserva del Banco de Inglaterra, de 154 millones el 8 de Julio a 132 millones el 29 del mismo; el anuncio de haberse agotado el primer empréstito de 50 millones y la contratación del segundo de 50 millones; el aumento de la circulación fiduciaria de 260 a 275 millones en razón de la baja de la "proporción de encaje" en el Departamento Bancario, eran todos síntomas que no podían menos de intranquilizar a quienes tenían fondos disponibles en Londres, y que justifican la intensidad de los retiros. Solo un apoyo resuelto y

abierto de Francia y Estados Unidos hubiera podido evitar el abandono, pero estos países no previeron que las consecuencias últimas de la debilidad de la libra les alcanzarían más adelante.

Las causas expuestas son las reconocidas generalmente en Inglaterra, pero no en el exterior, Particularmente los Estados Unidos parecieron afectados por la medida. Fraser, escribiendo antes de la devaluación del dólar, decía (1): "Gran Bretaña ha dejado el patrón oro por la rigidez de su estructura económica interna. Las dificultades externas no eran más que un síntoma de advertencia de la causa real, falta de ajuste interno. El Banco de Inglaterra y el Gobierno no pudieron salvar el patrón oro porque no estaban preparados a forzar tal ajuste."

5. LAS CAUSAS INDIRECTAS.

a) Sobrevaluación de la £.- Cuando en 1925, la libra volvió al patrón oro, su valor adquisitivo no había llegado aún a la paridad y este desequilibrio había sido repetidamente señalado por los expertos. La más destacada de las advertencias provenía del "Comité para el estudio de la circulación" que componían Lord Bradbury, Gaspard Farrer, Niemeyer y Pigou que reconoció que el proceso de deflación no había llegado al límite necesario y que el valor de la libra papel había llegado a esa altura más por obra de la especulación que por hechos económicos.-

Es verdad que a la restauración del oro siguió un

(1) FRASER H.F.- Great Britain & The Gold Standard. Pag. 115.-

movimiento de alza de precios en Estados Unidos fruto de la ondulación propia que produce la reacción económica en busca de un nuevo equilibrio. Pero este movimiento no alcanzó a colocar en situación pareja los niveles de precios de ambas naciones.-

Aunque no haya una forma exacta de determinarlo, Fraser estimaba que el valor de la £ con respecto al dólar, al volver al oro, era de un 10 % superior a su poder de compra interno. Para hacer posible la eliminación de este margen los costos debían bajar, pero las Trade Unions eran sumamente poderosas para que pudiera obtenerse una baja en los salarios.

La inmensa deuda de guerra era un peso casi intolerable para la producción, a raíz de la estabilización de la £, muy superior a la que debían soportar otros países continentales que habían reducido la carga a un 25% a través de la devaluación, como Francia, o a cero, por la bancarrota, como Alemania.-

El subsidio a los desempleados era considerablemente más amplio que en cualquier otro país, y también debía soportarlo la producción. Además, como era el Estado el responsable por el subsidio, el ahondamiento de la crisis incidía sobre el presupuesto y creaba déficits propensos a sembrar desconfianza sobre el futuro de la libra.-

Francia y Bélgica favorecidas por su moneda baja, Italia por drásticas reducciones en los salarios y Alemania por arreglos entre obreros y patrones; los Estados Unidos -aunque muy afectados, defendidos por su

gran mercado interno, estaban todos en mejores condiciones de costos para competir en el mercado internacional en el que la lucha era muy difícil por la disminución del poder adquisitivo de los productores.

b) La escasez de oro. Según el profesor Cassel, mientras que el monto de los negocios en el mundo crecía con una tendencia positiva de 3% anual, la producción del oro solo crece en 2%. Ya antes de la Guerra los defensores de esta teoría habían calculado una tabla por la cual se mostraba que, de no descubrirse nuevos yacimientos de oro el mundo sufriría una escasez grande de metal, que comenzaría en 1926.-

Hasta 1926, según dicha tabla, la provisión de oro había excedido a la demanda, lo que justificaba la suba de precios que continuamente había tenido lugar en el último cuarto de siglo XIX y hasta 1914.-

Pero que el oro no es el único factor que influye en los precios, se puede comprobar por los índices de los Estados Unidos que se mantuvieron bajo el patrón oro durante la Guerra. Para una base 100 en 1913, los precios subieron a 203 en 1918, bajaron a 122 en 1921, subieron a 155 en 1925 y permanecieron más o menos estables hasta 1929. De entonces a 1932, aún bajo el patrón oro, los precios bajaron en un 33%. -

El crédito y las políticas monetarias, las cosechas, las tarifas y los perfeccionamientos industriales influyen considerablemente en los precios, como también influyen las condiciones de guerra.-

(1) Liga de las Naciones - First Report of The Gold Delegation

En el período 1914-1918 cuando ningún país se esforzó, por razones obvias, en acumular oro, el valor adquisitivo del metal en mercaderías había disminuído. Pero cuando tras el retorno de Inglaterra y en un período cortísimo una gran cantidad de países se adhirió al patrón oro, se entabló una verdadera lucha por el metal amarillo. Queriendo todos los países tener saldos económicos favorables para acumular reservas en oro, es natural que, a pesar de tratarse de un período de gran aumento en la actividad industrial, los precios se estabilizaran, o bajaran.-

Este período 1925-1929 fué muy corto para poder distribuir la existencia de oro con vistas a un normal funcionamiento del sistema. Antes de la guerra había actuado eficazmente pero preparado en un período de más de medio siglo. Entonces había sido utilizado para cubrir los saldos comerciales pero ahora incidían sobre las distintas plazas esas enormes masas de capital papel que constituían las deudas públicas.-

Reservas de los principales bancos centrales

en millones de dólares

	1913	1918	1924	1928	1930	1931
Est. Unidos	1.290	2.858	4.090	3.746	4.225	4.051
Inglaterra	165	521	748	748	718	588
Francia	679	664	710	1.253	2.100	2.699
Suiza	33	80	98	103	138	453
Holanda	61	277	203	175	171	357
Argentina	256	304	444	607	412	253
Canadá	117	130	151	114	110	78

La teoría de la escasez del oro es más fácil explicarla a través del atesoramiento de Francia y Esta-

dos Unidos, la primera por la depreciación de su moneda que le produjo un balance de pagos muy favorable y los segundos por la "esterilización" del oro.

A Francia se le achaca su falta de cooperación, considerándose evidente que la devaluación del franco se llevó más allá de su valor interno, con toda premeditación. Cuando se trató de ayudar a Austria en sus angustias financieras de 1929, exigió la anulación del "Anchluss" económico con Alemania por intereses políticos; y no compensó sus créditos internacionales con préstamos al exterior, como anteriormente había hecho Inglaterra.-

Los Estados Unidos que de principal deudor se había convertido en el principal acreedor del mundo en cuatro años, no dejaron entrar mercaderías en pago de intereses, sino que lo impidieron por las altas tarifas de 1922. No prestaron sino escasamente al exterior sus excedentes de crédito, y por último subieron normalmente la proporción de sus reservas en oro no permitiendo la expansión del crédito y la suba de los precios que hubiera tendido a un funcionamiento normal del "patrón oro".-

En estas circunstancias el patrón oro internacional era una ficción y sólo se trataba de acaparar metal y reservas, o por lo menos, cuando se obtenían, no se las quería dejar emigrar bajo ningún concepto.-

Inglaterra, un algo por fidelidad a sus principios anteriores a la Guerra y un poco por costumbre y tradi-

ción en el manejo de la moneda, llevó la peor parte en este juego. En el tira y afoja, y ante la alternativa de perder sus reservas, abandonó el patrón oro.-

c) El balance de los pagos de Gran Bretaña. Entre las indicaciones que el Informe Macmillan dió respecto a la situación, el cuadro de balance de pagos de Gran Bretaña, desde 1924 era de los significativos para los depositantes extranjeros en un momento de inseguridad como el que se presentaba.

Balance de pagos de Gran Bretaña 1924-1930
(en millones de £) (1)

	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931
Saldo desfavorable del comercio exterior	324	384	475	390	358	366	392	376
Ingresos externos del gobierno	-25	-11	4	1	15	24	21	16
Ingresos netos de navegación	140	124	120	140	130	130	105	80
Ingresos netos s/ las inversiones en el exterior	220	250	285	285	270	270	235	165
Ingr.netos s/inversiones a corto plazo y comis.	60	60	60	63	65	65	55	30
Otros recursos	15	15	15	15	15	15	15	10
TOTALES:	410	438	484	504	495	504	431	301
Saldo favorable del balance económico en los items precedentes	86	54	9	114	137	138	39	75
INVERSIONES EN EL EXTRANJERO								
Imperio británico	73	58	52	88	86	54	70	37
Países extranjeros	61	30	60	51	57	40	39	9
TOTAL:	134	88	112	139	143	94	109	46
Déficit:	-48	-34	-93	-25	- 6	-44	-70	-122

Como se puede apreciar, lo que se había previsto en 1925 había sucedido, e Inglaterra había invertido en el extranjero más que su disponible en razón del saldo favorable del balance de pagos. Este exceso de inversiones se había realizado por la afluencia de depósitos a corto plazo que siempre hubo en Londres y que esta plaza, haciendo de banquero, invirtió a largo plazo.-

No se trata de que los bancos que reciben fondos foráneos los inviertan en otros países a largo plazo. Se trata por el contrario que este capital muy móvil, exige poco interés y mucha facilidad de realización y se invierte en el mercado en títulos del Estado de bajo interés, de donde desplaza al capital interno.-

Se colocó entonces Gran Bretaña en una posición que no la hubiera afectado en condiciones normales, de recibir prestado a corto plazo y prestar a largo término, pero cuando a la desconfianza general creada por la crisis se le agregó el peso de la suspensión de pagos en Alemania y Austria, la situación se hizo insostenible.-

Londres se vió entonces frente a factores, no se puede decir insospechados, pero sí tenidos en menos. Esto sólo se hubiera podido remediar abandonando su posición de banquero mundial, o disminuyendo sus costos, lo que se ha visto cuan difícil le era.-

d) Aspecto nuevo del mercado monetario. Antes de la guerra el mercado monetario de Londres atendía especialmente letras de cambio originadas en operaciones de

exportación e importación. La casa corredora que conocía sus clientes en India o la Argentina, descontaba la letra, y con su firma se convertía en un papel comercial de primer orden según fuera el prestigio que la casa corredora tuviera en Londres. Esta plaza ofrecía tantas facilidades que desde allí se financiaba, por lo económico y seguro, casi todo el comercio internacional.

Después de la Guerra las circunstancias cambiaron. En primer término el capital disponible para entrar en el mercado monetario era considerablemente superior. La deuda pública era 10 veces superior; la capitalización de las compañías y sus obligaciones en forma de debentures, mayores; se cotizaban en el mercado numerosos títulos americanos por la extraordinaria facilidad para efectuar las operaciones telegráficamente. En esta forma cualquier anomalía podría significar un vuelco de fondos en el mercado como sucedió en septiembre de 1931, con una extraordinaria demanda de depósitos que obligó a elevar la circulación fiduciaria por encima del límite y hasta 275 millones de £.-

En segundo término está el crecimiento de la deuda flotante y letras del Tesoro que de £ 15 millones el 1° de agosto de 1914 llegó a £ 1.159 millones en septiembre de 1921. El Gobierno recibe la mayor parte de sus ingresos en el último trimestre del año, y en los tres primeros se maneja con la emisión de letras que ofrece en el mercado monetario y con los adelantos que le hace el Banco de Inglaterra (Ways & Means Advances).-

Las letras del Tesoro (Treasury Bills) al contar con la garantía del gobierno, son el papel más seguro de negociar, obteniendo en consecuencia, las más bajas tasas de descuento, lo que tiende a aumentar la tasa para las letras comerciales. "Durante los años que siguieron a la Guerra la gran masa de Letras del Tesoro dominó el mercado y las tasas del descuento tendieron a ser gobernadas, no por consideraciones de comercio y cambios, sino por la política del Tesoro" (1)

Esto ha significado dos cosas: primero que las casas inglesas han tendido a habilitarse con sus propios fondos o con adelantos en cuenta corriente en lugar de manejarse con letras de cambio, y segundo, que el comercio internacional se ha descentralizado creando plazas de moneda en Nueva York, París, Amsterdam, Hamburgo, etc.-

Cuando las operaciones se basaban en operaciones comerciales la intervención de la especulación era transitoria y poco importante. Después de la guerra, los fondos "vagabundos", muy superiores a los de la pre-guerra han andado en busca de refugio pero sin mucha confianza en nadie. Cuando se produjo la huida de la libra, nada los hubiera movido a permanecer. Lo mismo hicieron luego sucesivamente en Estados Unidos y Francia, que comprobaron cuan "inmanejable" era el oro en las presentes circunstancias, pese a todos los atributos de regulador automático.-

El Informe Macmillan descubrió otro punto flojo del sistema bajo el análisis de la inversión de fondos "en" Londres y "desde" Londres.

(1) Clare & Crump. Pág.131.-

Los fondos en Londres eran disponibles o poco menos: los depósitos a interés se retiraban con aviso de 7 días, y los valores públicos o privados eran realizables de inmediato en la Bolsa.-

En cambio Londres tenía comprometidas fuertes sumas con largos plazos y la crisis de la Europa Central había "congelado" una porción importante, con la que ya no se podía contar.-

Dentro de este marco la situación eran francamente comprometida y difícilmente hubiérase podido contenerla cuando hizo crisis. Uno de los remedios de que no se echó mano, y que algunas opiniones indicaron, fué de desponer de las inversiones inglesas en el exterior a fin de atraer fondos a Londres.-

Por otra parte, los bancos continentales que tenían parte de sus divisas en £, cosa que se había hecho bastante general, pasaban por la demanda de liquidez que es propia de la crisis y retiraron fondos para hacer frente a las necesidades internas propias.-

e) Los movimientos del oro. Las reparaciones de guerra exigían cuantiosos pagos de Alemania a Francia, de Francia a Inglaterra, de Inglaterra a Estados Unidos. Tan cuantiosas y antinaturales que en opinión de muchos economistas el mundo pagó con la crisis de 1930 la locura de 1919.-

Los acreedores reclamaban pagos que estaban muy lejos de la capacidad productora de los vencidos, pero, además, los reclamaban en oro, no en mercaderías. Para evitar este influjo de mercaderías, los países acree-

dores levantaron barreras aduaneras. Para pasar por ellas los deudores acudieron a la inflación y a la depreciación. Al final solo se pedía oro..

Los altos impuestos habían instado a muchos a residir en el extranjero para evitar el impuesto a la renta, con el consiguiente drenaje de fondos.-

La base del sistema del patrón oro es que el metal pueda trasladarse siempre pero que en la práctica esté inmóvil. Las importaciones se pagaban con exportaciones u otros ingresos: intereses, seguros, fletes, turismo. Las diferencias se invertían en el extranjero, y si el país deudor era el favorecido (cuán raras veces!) se disminuía la deuda exterior.-

Después de la guerra la situación cambió: dada la inestabilidad de las monedas, los pagos de saldos eran exigidos inmediatamente, y en oro. Las reparaciones eran exigidas en oro, los intereses también. Mientras Estados Unidos, durante 1926, 1927 y 1928 prestó al extranjero cientos de millones de dólares el sistema marchó. En adelante Estados Unidos limitó sus empréstitos y en 1929 la Argentina cerró la Caja de Conversión. Luego Australia, Nueva Zelandia, y otros países suspendieron la convertibilidad de los Billetes.-

Inglaterra que dejó de recibir los pagos de intereses y capital de Alemania, debió pagar con su único disponible, oro, sus compromisos con Estados Unidos, sufriendo un drenaje que nada podría detener mientras el poder adquisitivo de la £ le obligare a mantener sus importaciones frente a exportaciones visibiles invisibles

en descenso.-

f) Falta de cooperación internacional. Cuando Inglaterra volvió a la paridad oro de la pre-guerra, a costa de sacrificios y esperando una actitud similar de otros países para revivir el comercio, no contó con que una política de deliberado egoísmo llevaría a Francia a estabilizar su moneda a un 80% de su valor real y que una falta de comprensión de su nueva misión colocaría a Estados Unidos bajo la triste responsabilidad de causar la mayor crisis de la historia.-

"Un país está libre de estabilizar su moneda al nivel que tienda a evitar las importaciones y a promover las exportaciones nacionales. Si el mismo resultado se obtuviera elevando las barreras aduaneras, u otorgando subsidios a las exportaciones, levantaría un grito de protesta en el extranjero, y la acción de dicho Gobierno llevaría a una guerra de tarifas. Si, sin embargo, los mismos fines se obtienen por una baja tasa de estabilización, no se levanta ninguna objeción oficial y la crítica que se formule a tal política es simplemente académica", decía Paul Einzig (1) criticando la actitud de Francia, aunque reconocía que Londres había pagado muy alto precio por estabilizar la £ al nivel pre-guerra, con sus altos costos y su enorme deuda. Decía también (2), "En nuestro mundo altamente realista no son los hechos del pasado sino la posición presente y las vistas futuras las que importan" y más adelante, (3) "Si Francia hubiera estabilizado su mone-

(1) Einzig Paul - The Tragedy of the Pound - Pág.34.

(2) Id. - Pág.29.

(3) Id. - Pág.43.-

da a la paridad real, su demanda de oro durante los años siguientes hubiera sido moderada y no hubiera acentuado la mala distribución del oro".-

Bélgica, aunque de buena fe, según la opinión Inglesa, había también devaluado demasiado. Estas ventajas adicionales, que los países que habían estabilizado a niveles inferiores a los de pre-guerra obtenían, resultaban difíciles de contrabalancear para las industrias inglesas de exportación. El cierre de los mercados americanos, y las tendencias egoístas, podríamos decir, que han caracterizado la política económica de este país, habían determinado un verdadero aislamiento de la estructura económica de los Estados Unidos con respecto del mundo. Este desequilibrio, y la discontinuidad de su política, provocaron altibajos considerables. Era de presumirse que en algún momento crítico los demás países habrían de sufrir las consecuencias de las reacciones siempre ilógicas de Norte América.-

Francia y los Estados Unidos ayudaron a Inglaterra con empréstitos, pero ya cuando la suerte estaba decidida. Si unos meses antes ese apoyo se hubiese prestado extraoficialmente, y sin designios individualistas, es posible que la £ se hubiese salvado. Pero es ahora de preguntarse si tal circunstancia hubiese aminorado o profundizado la crisis, e indudablemente no hay respuesta fundada que pueda darse con seguridad.

6. CONSECUENCIAS

El hecho de que varios países productores de mate-

rias primas siguieran el ejemplo de Gran Bretaña, como los Dominios y Sud América provocó solo una ligera suba de precios en términos de moneda papel. Por otro lado, las grandes esperanzas de que las exportaciones británicas se vieran grandemente estimuladas por el abandono, solo se vieron cumplidas en parte, y el hecho de que otros países industriales, principalmente Japón, también devaluaran, anuló pronto las ventajas momentáneas. La natural reacción, en cuanto a tarifas, cambios y restricciones que impusieron por otra parte los países que permanecieron bajo el patrón oro, aumentó la depresión general y la caída de los precios que solo alcanzó su máximo reción en 1933.-

Neruega, Suecia y Egipto suspendieron el patrón oro el 27 de septiembre, Dinamarca el 28, Finlandia, Rhodesia del Norte y Rhodesia del Sud el 12 de octubre, Canadá el 19 del mismo y la India, alineada con la £, estuvo fuera del patrón oro automáticamente. Japón abandonó el patrón oro el 15 de diciembre de 1931, Siam en mayo de 1932 y Sud Africa en diciembre de 1932. Estados Unidos se retiró del oro en marzo de 1933.-

El precio del oro en términos de libras esterlinas subió considerablemente pero el precio de las mercaderías no siguió el mismo curso sino en una escala muy reducida como puede verse por los siguientes cuadros

Reproducidos en The Economist. Al apreciar esta circunstancia debe tenerse en cuenta que los precios en oro bajaron, lo que está señalado por la tendencia de los

números índices de Francia y Estados Unidos mientras se mantuvieron en el patrón oro.-

INDICES DE LOS PRECIOS MAYORISTAS Y PORCENTAJE DEL

PRECIO DEL ORO

<u>1 9 3 1</u>	<u>Precio del oro</u>	<u>G.Bret.</u>	<u>EE.UU.</u>	<u>Francia</u>	<u>Italia</u>	<u>Alemania</u>
Sept. 18	100	100	100	100	100	100
Sept. 30	107.8	123.9	98.7	96.9	98.8	98.9
Oct. 28	108.4	124.5	99.3	95.6	99.9	98.7
Nov. 28	109.1	131.6	98.3	94.2	98.8	97.6
Dic. 30	108.9	142.0	96.1	93.4	96.9	94.6
<u>1 9 3 2</u>						
Febr. 24	110.9	139.8	92.4	95.1	97.2	92.0
Abr. 20	103.8	129.5	89.6	97.0	95.3	90.3
Jun. 29	97.4	135.0	86.4	91.5	89.5	88.1
Oct. 19	103.1	143.8	86.6	88.8	92.7	86.8
Dic. 28	101.2	145.6	83.5	88.1	90.9	84.2
<u>1 9 3 3</u>						
Febr. 22	99.5	143.2	79.9	88.1	86.7	84.3
Jun. 28	107.6	144.0	94.4	89.5	87.2	85.6
Oct. 18	106.4	155.4	103.7	87.5	84.6	88.1
Dic. 13	105.3	148.4	104.4	87.2	84.5	88.4
<u>1 9 3 4</u>						
Febr. 28	109.1	161.3	107.9	86.1	84.1	88.0
Abr. 25	108.2	159.5	108.0	85.9	84.2	87.7
Jun. 20	108.1	162.3	113.1	82.7	83.9	89.6



BIBLIOTECA

La influencia de la ^dpreciación de la moneda sobre los precios fué de muy relativa significación con respecto a la pronunciada apreciación del oro que llega al 60%. El costo de la vida no varió, pese a lo que se temió en un principio, sino en proporción insignificante y en realidad bajó de 147 en 1931, a 143 en 1932 y 1933 y a 138 en 1934 (Base 1914 : 100).-

Si en realidad se hubiese tomado en lugar del índice completo de los precios mayoristas, solo el de los precios de los productos primarios, especialmente alimenticios, las variaciones hubiesen sido más considerables por tratarse de artículos importados. Según el índice de The Economist, llegaron a subir a 120.9 en febrero de 1932 contra 89.6 en Estados Unidos. (Primary products- Base, Sept. 18, 1931 : 100).-

El cambio oro-esterlina, aunque con una definida tendencia alcista, sufrió movimientos ondulatorios derivados de las fluctuaciones estacionales, apreciándose además que el abandono del patrón oro por parte de los Estados Unidos tuvo un renovado efecto alcista en el precio del metal.-

El gráfico y el cuadro estadístico muestran que la valuación tanto de la libra como del dólar en precios de mercaderías influyen con una relatividad disminuida en las cotizaciones de los cambios, de lo que se puede deducir que los ajustes de estos en términos de poderes adquisitivos internos siguen un ritmo lento y posiblemente reducido por circunstancias tales como fletes, ta-

rifas, cuotas y consumos internos. La desvalorización de la libra con respecto al oro fué, efectivamente, mucho mayor que su apreciación ponderada en los precios mayoristas.-

7. PRODUCCION Y DESOCUPACION.

Las condiciones del comercio internacional en cuanto de estos depende una importante proporción de las rentas de Inglaterra, tiene decisiva influencia en el ritmo de la desocupación y de la producción del Reino Unido.-

El abandono del patrón oro y la baja de la libra en los cambios internacionales debía, como se ha visto, aumentar las exportaciones y restringir las importaciones que mantenía una moneda sobrevaluada. Otro efecto más fué el de la reacción psicológica, que asociaba la deflación 1922-1928 al patrón oro, y que era evidentemente impopular porque si bien los efectos a largo plazo son favorables, los inmediatos significan sacrificios, mientras que en el ánimo público los efectos favorables inmediatos cubren los daños futuros enteramente. Las deflaciones derivan gobiernos, mientras que las inflaciones les dan popularidad, por lo que se necesita una considerable fortaleza para no dejar a otro gobierno posterior la tarea del reajuste económico.-

Por otra parte la tendencia oficial durante la crisis de la £ fué la de crear la sensación de los graves males que traería el abandono, en el afán de contener la corrida. Cuando se vió que tales cosas no sucedían, la sensación fué de alivio.-

La producción fué ayudada también por la política fiscal de protección que se impuso inmediatamente.-

La depresión no fué interrumpida en su aspecto mundial, pero individualmente Gran Bretaña se vió beneficiada, sobre todo si se comparan sus condiciones internas con las de los países fieles al patrón oro. Mientras que los partidarios del abandono señalan este hecho como el momento de salida de la crisis, los que favorecían la permanencia en el oro arguyen que el beneficio eventual tenido por Gran Bretaña lo fué a costa de otros países, pero como a la larga el daño sufrido en conjunto fué muy grande, el país se vió perjudicado en definitiva.

INDICES DE LA PRODUCCION Y DE LA ACTIVIDAD COMERCIAL

(London & Cambridge Economic Service Quarterly)

Base 1924 : 100

Trimestre	1929	1930	1931	1932	1933	1934
I	108.3	109.6	85.1	91.3	88.0	102.2
II	111.0	100.9	80.6	83.2	88.8	102.2
III	108.2	90.7	81.1	77.8	87.9	98.4
IV	114.8	92.7	90.5	87.2	97.4	106.0

VOLUMEN DEL COMERCIO EXTERIOR BRITANICO

(Board of Trade Journal)

1930: 100)

Trimestre	1931		1932		1933		1934	
	IMP.	EXPOR.	IMP.	EXP.	IMP.	EXP.	IMP.	EXP.
I	95.2	77.7	95.0	76.9	87.0	76.6	96.5	80.9
II	97.6	74.0	85.7	78.8	88.0	73.9	95.2	81.2
III	99.2	74.4	85.0	71.8	89.8	79.2	94.5	84.1
IV	117.3	78.8	94.9	79.9	97.9	84.1	101.8	93.1

NUMERO DE OBREROS EMPLEADOS

(Liga de las Naciones)

1929 : 100

REINO UNIDO		EE.UU.		FRANCIA
Indices	% desoc.	Indices	Indices	Indices
30/6/930	-	15.4	88	-
31/12/930	96.0	19.9	93	100
30/6/931	-	21.2	78	-
31/12/931	92.3	20.7	81	92.5
30/6/932	-	22.2	61	-
31/12/932	91.7	21.6	70	80.9
30/6/933	95.4	19.4	61	80.9
31/12/933	97.9	17.6	75	78.0
30/6/934	99.6	16.4	77	78.4
31/12/34	100.3	16.1	80	72.9

Estos cuadros demuestran que si bien Gran Bretaña no salió definitivamente de la tendencia bajista de la depresión, por lo menos tuvo una situación interna durante 1932 y 1933 muy superior a la de los países que permanecieron bajo el patrón oro.-

Hasta que punto esta mejor posición inglesa se puede considerar derivada de su política monetaria o del daño efectuado al resto del mundo con su actitud es algo que está fuera de prueba estadística.-

El número medio de desocupados en Gran Bretaña fué:

1930	1.464.347	(totalmente desocupados)
1931	2.129.359	" "
1932	2.254.857	" "
1933	2.110.090	" "
1934	1.801.913	" "

Los salarios permanecieron inafectados durante todo

este tiempo y sobre una base 100 para 1929, el mayor descenso se nota en 1933 con un índice de 95, para volver a 100 en 1936.-

Puede decirse que el abandono del patrón oro no significó cambio alguno en los salarios papel sobre los salarios oro.-

El costo de la vida, contra todo lo previsible, bajó a pesar del abandono del patrón oro, ya que los precios agrícolas estaban sufriendo una enorme baja y los principales mercados proveedores, los Dominios y Sud América también depreciaron su moneda. Para una base 100 en 1929, el costo de la vida bajó a 86.3, 89.6; 87.8; y 85.4 de 1930 a 1933 volviendo a subir a 86.2 en 1934. En los Estados Unidos de 100 en 1929 se llegó al mínimo de 74.9 en 1933 y en Francia se subió en realidad a 102,3 en 1931, 94.6 en 1932, 93.5 en 1933, y 92.8 en 1934.-

8. LA SUBVALUACION DE LA £.

Cuando se abandonó el patrón oro y por un largo tiempo anterior, la libra había estado sobrevaluada en relación al oro y a las otras monedas, y se supuso que la medida adoptada, llegaría el cambio por debajo del valor adquisitivo interno.-

Gregory, en el citado libro "The future of the Gold Standard", en un elaborado análisis de los precios mayoristas y costos de vida de los Estados Unidos y Gran Bretaña, y utilizando las tasas de cambio 4.86 y 4.40 (paridad y 10% de descuento) prueba una devalua-

trada y salida del oro, pues de lo contrario se importaría o exportaría oro para cancelación de las diferencias; y la presión de un estado de desequilibrio, favorable o desfavorable, se hace sentir por cambios en el nivel de precios y en la estructura económica.-

Si una moneda cae en la inconvertibilidad, los precios no están influidos por movimientos del oro y las cotizaciones de la moneda establecen la paridad internacional entre las distintas estructuras económicas. Es decir los precios internos y los ingresos de Gran Bretaña, convertidos a oro, van a dar la tasa del cambio.-

El país tenía un balance económico desfavorable. La libra estaba sobrevaluada y el valor más alto que era posible adquirir con libras era el oro (mientras subsistía la convertibilidad).- Abandonado el patrón oro, si los precios internos se mantenían, la libra descendería en términos del oro, dólar o franco hasta que su poder adquisitivo equivaliese al que poseían el oro o las monedas basadas en él. Si los precios subían, la desproporción sería mayor y la cotización seguiría bajando.-

Si los precios en oro subieran, y los precios internos de Gran Bretaña permanecieran estables o subieran en menor escala, la libra aumentaría su cotización.-

Los mismos se aplicarían a las otras monedas no convertibles, el peso argentino, la corona sueca o dinamarquesa: el cambio buscaría la paridad en un equilibrio de precios basado en los respectivos poderes adquisitivos internos: la estabilidad entre dos monedas en tales con-

ción de la £ de 24.53 % en Enero de 1931 para los precios mayoristas, contra una diferencia de 1.19 % para el costo de la vida. Según este estudio, llega a una subvaluación de 10% para fines de 1933, es decir el ajuste ha sido imperfecto en aquel porcentaje.-

Puede deducirse con razón que dada la dificultad de llegar a una perfecta paridad de valores adquisitivos, las depreciaciones por inconvertibilidad o rebaja del contenido de oro tienden a subvaluar la moneda modificada.-

Por otra parte, la intervención oficial por intermedio de la Exchange Equalization Account, no permitió que la cotización de la £ tuviera la natural libertad de movimientos, y la tendencia manifiesta fué la de mantener la libra esterlina subvaluada.-

9. ANÁLISIS DE LA INCONVERTIBILIDAD.

Por la ley de 1931, la libra dejó de estar ligada al valor del oro. Su cotización en los cambios extranjeros quedó fluctuando, sujeta a las diversas corrientes que actúan sobre una moneda inconvertible.-

Esto significa que podía bajar hasta cualquier límite en términos del oro, del dólar o del franco, pero no podía ascender más allá de 113 gramos de oro, porque en este caso el Banco de Inglaterra estaría obligado a entregar billetes y la £ volvía automáticamente al patrón oro.-

Cuando una moneda esta adherida al patrón oro, las variaciones están limitadas por los puntos de en-

diciones depende de la estabilidad de los precios internos.-

No solamente, se entiende, influyen los precios internos sino todas las ofertas y demandas de determinada moneda.- Se ha visto que Gran Bretaña es acreedora por una cantidad de conceptos, en virtud de los cuales hay una demanda de libras esterlinas en el resto del mundo.- Las inversiones Inglesas también tienen influencia ayudando a sostener la £, porque de bajar ésta demasiado comenzarían a cambiar de mano pasando a compradores con las monedas más valiosas.-

La baja tasa de un cambio, la libra papel por ejemplo, coloca las exportaciones inglesas en posición de superioridad en los mercados internacionales, aumentando su volumen. Al mismo tiempo, por su menor valor adquisitivo, las importaciones se verán disminuidas, algunas por eliminación, otras por ceder el campo a la industria interna. Cuando las exportaciones, en el caso expuesto, aumentan considerablemente, y las importaciones hayan disminuido, el balance general de la £ se irá inclinando al activo.- Cuando la demanda de £ sea superior a la oferta su precio subirá en término de otras divisas extranjeras hasta llegarse a un punto de equilibrio. Este punto de equilibrio está sujeto a todas las variaciones que puedan producirse en las expresadas oferta y demanda de la moneda.-

Una anticipación del futuro valor de una moneda que, por inconvertible, está sujeta a variaciones, puede in-

fluenciar la tasa de equilibrio al motivar especulaciones. La especulación es naturalmente mucho más fácil con la moneda inconvertible que bajo el patrón oro, porque la posibilidad de suba y baja varía entre límites mucho más amplios.-

La política conocida de un gobierno, influye en las cotizaciones,

Si la tendencia es a favorecer la suba de precios internos, la moneda va a bajar. Si en cambio hay signos evidentes como ocurría en 1924, de que el gobierno desea disminución de los costos y elevación del valor de la moneda, esta va a subir independientemente de la "paridad de poder adquisitivo" en virtud de que aquella expectativa moverá a comprar libras produciendo una demanda artificial de la divisa.-

Otra circunstancia que puede producir divergencia entre las cotizaciones reales de dos monedas y sus paridades adquisitivas es la imposición de tarifas en uno de los países, o si uno de ellos tiene necesidad de los productos del otro con más urgencia. En estos casos la cotización de una moneda papel puede caer muy por debajo de su poder de compra. Durante la crisis de 1930 los países sudamericanos, por el enorme peso de su deuda externa con relación a la baja del valor de sus exportaciones, vieron su moneda depreciada muy por debajo de su valor interno. En Europa una de las salidas de esta situación es la tendencia del turismo, comercio de suma importancia dentro de las cifras generales. Los países alejados no cuentan, naturalmente, con esta ayuda even-

tual sino en forma limitada.-

La teoría de la paridad adquisitiva, tal como acaba de expresarse, deja, pues, varios claros, y como la estabilidad de los cambios es indispensable para un desarrollo normal de la estructura económica, los gobiernos se han visto en la necesidad de llegar a cierto control para evitar las fluctuaciones desmesuradas.-

El efecto de la depreciación de la £ fué expandir el temor de que los Estados Unidos dejaran a su vez el patrón oro, y de que la desvalorización del dólar fuera muy pronunciada en el caso de que este ocurriera. Lo mismo se pensó de los países del Bloque del oro: Francia, Italia, Holanda, Bélgica, Suiza, etc.-

Todo esto resultó en un influjo de capitales a Gran Bretaña a partir de 1932 y cuando ya se creyó que la £ no se desprendería en mayor grado. Esto produjo el efecto de encarecer la £. La reacción de cubrir con divisas extranjeras las posibilidades de un retiro simultáneo de fondos, tal como había ocurrido en 1931, tuvo efectos contrarios, es decir, bajo la cotización de la £.-

Todo esto significaba alteraciones frecuentes del punto teórico de equilibrio entre las monedas.-

"En general, si los precios internos de Gran Bretaña subieran a consecuencia de una baja de la £, el aumento en el costo de las importaciones en sí sería mayor que la suba de precios de aquellos artículos en que cuya manufactura se requieran las importaciones, desde que los costos internos, que no se alterarían ne-

esariamente en forma directa a consecuencia de una caída del cambio, forman la mayor proporción del total de costo de tales artículos manufacturados"(1).

Los artículos de demanda inelástica, o más necesarias para Gran Bretaña, son los que más suben en precio, mientras que aquellos que pueden ser reemplazados por otros más baratos o de producción interna no se ven afectados por la diferente cotización.-

En materia de artículos alimenticios, cereales, etc. que disminuirían su demanda si aumentaran los precios (especialmente en medio de la depresión general) los productores extranjeros se vieron obligados a bajar los precios antes la perspectiva de perder el mercado, y esta baja debía ocurrir en términos de su divisa interna. Como esto desequilibraba su balance de pagos, se vieron expuestos al abandono del patrón oro, y a disminuir el valor de sus productos en oro para mantener el valor interno. Esto les ayudaba a competir en el mercado inglés y en aquellos aún sujetos al patrón oro, o con mercaderías provenientes de los países bajo el patrón oro.-

De este modo el abandono del patrón oro por un solo país, pero tan importante en el comercio internacional como Gran Bretaña, ejerció una extraordinaria influencia en la política monetaria de todo el mundo y en el nivel general de precios para materias primas, cereales y productos alimenticios.-

Muchos países no solo depreciaron al nivel de la libra sino que eligieron una paridad inferior a la del oro,

(1) GREGORY TZE. The Gold Standard & Its Future-Pag.130

con el resultado de que los mercados resultaron abarrotados de productos primarios que se querían exportar a toda costa a fin de compensar los precios sumamente bajos.-

Inmediatamente después, viene la defensa de las economías nacionales afectadas, por medio de cuotas, tarifas y control de los mercados de capitales y préstamos.-

Como todas estas restricciones tienen el efecto de disminuir los precios de los productos exportados, que deben competir con los precios internos con la desventaja de las supertarifas impuestas, el resultado fué una disminución ulterior del nivel mundial de los precios y el ahondamiento de depresión.-

Los países económicamente débiles fueron obligados a llevar la depreciación de su moneda a límites bajísimos.-

"Los países agrícolas del mundo deben notoriamente sufrir más de la depresión que los estados industriales, en el sentido de que su dividendo nacional varía más bruscamente entre períodos de buen y mal comercio internacional. Pero todos estos países son estados deudores, debiendo dinero a las áreas más "avanzadas".- Pagar interés y amortización sobre las deudas fijas en términos de moneda significa la exportación de mayores cantidades reales de mercaderías en tiempos malos". (1)

Los países con reservas no quieren, lógicamente, prestar en los tiempos malos, y a veces las restricciones oficiales empetran la situación.-

Si al mismo tiempo los tradicionales países presta-

(1) Gregory Id. Pág.7.-

mistas imponen nuevos o adicionales derechos sobre las importaciones, la tarea de los países agrícolas resulta dura de sobrellevar, el mismo esfuerzo de pagar sus deudas aumentando sus exportaciones les acarrea una serie de penalidades. De aquí que suspenden pagos, o deprecian su moneda, o hagan ambas cosas a la vez.-

Los países compradores de Gran Bretaña, o que compiten con ella industrialmente, se ven afectados, si la £ está subvaluada en su cambio externo, por la ventaja que proporciona el nuevo costo de sus productos.- Esto vuelve a producir en el interior un desequilibrio, porque los costos suben en parte con el alza de los productos importados, o con el alza de los salarios obreros por el más alto costo de la vida.-

Los países afectados o venden a menor precio, o devalúan su moneda.-

El Japón aprovechó doblemente la lección, porque no bajó como Inglaterra un 40% el contenido de oro de su moneda, sino el 66 %.-

Los países adheridos al patrón oro, que sufrían en forma más aguda los efectos de estas desvalorizaciones, vieron cerrarse paulatinamente los mercados exteriores de sus industrias, cercando el mercado interno de barreras aduaneras y cuotas. Psicológicamente esto no podía menos de considerarse una guerra económica y las industrias afectadas buscaron agresivamente la exclusividad en el mercado interno, creándose una inferioridad para competir en el exterior que evidentemente perdura aún

ahora, a pesar de las devaluaciones de 1936 y subsiguientes.-

Se podrá creer que el oro estaba o no demasiado apreciado y que el mundo podía o no insistir en la dolorosa deflación que la crisis le imponía para ajustar los costos a los precios. Pero lo evidente, aunque los comentaristas no lo señalen, es que el mayor daño que ha sufrido la estructura económica mundial proviene de que la depreciación, si en definitiva debía imponerse, no se haya efectuado al mismo tiempo por los principales países.-

- C A P I T U L O I V -
-*****-

LA CUENTA DE ESTABILIZACION DE CAMBIOS

1. Origen.- 2. Organización.- 3. Funcionamiento.-
4. La Deuda Flotante y la Conversión del Empréstito de Guerra.- 5. El mercado monetario y el crédito.- 6. Los movimientos de fondos y la cotización de la £.- 7. Otros fondos de estabilización.- 8. Futuro de la Cuenta de Estabilización de Cambios.-

1. ORIGEN.

Quando el primer movimiento de sorpresa causado por el abandono del patrón oro se disipó, los fondos comenzaron a retornar a Londres, y a principios de 1932, constituyeron cantidades considerables.-

Las declaraciones oficiales habían identificado como momentánea la inconvertibilidad de la £, y en ningún momento se expresó la posibilidad de separarla definitivamente del oro. Cuando luego de la primera caída su cotización en los cambios subió momentáneamente, se creyó que, de llegar al nivel anterior, la vuelta al patrón oro sería automática.-

Esta presunción era un poderoso aliciente para especular con el alza, aparte de lo cual muchos fondos, por razones diversas, debían mantenerse en Londres. Además era más factible que la libra recuperara su valor anterior, que permanecieran indemnes las otras monedas; de cualquier manera, no se creía en una ulterior depreciación de la libra. Razones todas que explican la abundancia

dante llegada de capitales.-

El Banco de Inglaterra comenzó a comprar estas divisas extranjeras, con intención de hacerse de fondos para reembolsar los préstamos concedidos por Francia y los Estados Unidos. El Banco obtuvo así fondos suficientes y mucho más, a tal punto de verse inundado con ellos. Se creyó aún que se arriesgaba demasiado, y que era injustificado que las pérdidas ocasionadas por la variable cotización de la moneda afectaran su balance, cuando en realidad era más lógico que el Tesoro las soportara si llegaban a producirse.-

Los industriales y exportadores temieron perder la ventaja que habían obtenido con el nuevo tipo de cambio, y se mostraron recelosos de volver a la anterior sobreevaluación de la £.-

La crisis monetaria de septiembre de 1931 había indicado que el flujo y reflujó de fondos a corto plazo en el mercado de Londres podía tener influencias perjudiciales, y que cierta forma de control era necesaria. Se veía también que la especulación estaba alerta y que debía buscarse un medio de contenerla.-

La creación de la Cuenta de Estabilización de Cambios (Exchange Equalization Account) tuvo en vista la resolución de los problemas enunciados.-

Por la Finance Act de 1932, se disponía de la suma de £ 150 millones por medio de la emisión de Letras de Tesorería, más un saldo de £ 25 millones existente en la Dollar Exchange Reserve Account, para equipar la nueva institución. Las normas estaban dadas por la ley,

pero las operaciones se realizarían por intermedio del Banco de Inglaterra.-

El fin confesado de la Cuenta de Estabilización de Cambios era operar en el mercado comprando o vendiendo divisas extranjeras, a fin de "ahuyentar la especulación", y eliminar indebidas fluctuaciones momentaneas en la cotización de la £.-

La Cuenta de Estabilización de Cambios (C.E.C.) debía operar en secreto para que sus movimientos e intervenciones no fueran conocidos por sus enemigos declarados, los especuladores.-

2. ORGANIZACION.

No deben haber dejado de tener influencia en la creación de la Cuenta de Estabilización de Cambios ciertas razones de tradición y de afecto a la libra, de orgullo de su poder inigualado durante dos siglos. Las ventajas económicas de su depreciación eran imprescindibles para el resurgimiento de Inglaterra, pero sabía a derrota reconocer que la libra ya no valía lo que antes, y "no podía mirar al dólar en la cara", como se había dicho antes de 1925. La creación de la Cuenta era, por entonces, un procedimiento pasajero, como lo sería la caída de la libra.-

No puedo citar su origen, pero recuerdo haber leído en alguna publicación inglesa una expresión que se me grabó en la mente: "Nada ha cambiado en la economía inglesa, salvo que un producto, el oro, ha aumentado repentinamente de precio".-

Los índices de precios, tan bien como esta repre-

sión, demuestran que el pueblo inglés no respondió a la desvalorización de la libra con atesoramientos, pánicos, o súbitas y especulativas alzas de precios.-

La Cuenta de Estabilización de Cambios (Exchange Equalization Account), creación nueva en política monetaria, ha llamado justamente la atención en los círculos bancarios de todo el mundo y su operación ha sido comentada en todos los tonos. "La tentativa de influenciar el valor de los cambios extranjeros por otros métodos que la simple adhesión al patrón oro, es uno de los experimentos más interesantes que la depresión ha producido".(1)

Mientras en Gran Bretaña se la ha aceptado como benéfica y se ha juzgado su intervención en los cambios como estabilizadora, en el extranjero se la juzgo perniciosa, revolucionaria y como "el villano en el drama de las finanzas internacionales" (2)- Lo cual no quiere decir que no haya sido imitada ya en muchos países como el instrumento más manejable para atender a la estabilización de los cambios y para ahuyentar la especulación. Donde más críticas ha producido, es entre los círculos económicos estrictamente ortodoxos de Francia, donde posiblemente se le atribuya la pérdida de las grandes reservas de oro acumuladas hasta 1935.- Gastón Jéze dice "en cuestiones monetarias la política inglesa es tan incoherente que resulta imposible prever lo que ha de ocurrir" y más adelante "De la crisis de la £ derivan dos enseñanzas. La primera es la inutilidad del Fondo

(1) Journal of Canadian Bankers' Association-Oct. 1934-Pág. 18
 (2) The Economist - Mayo 5/1934.

de Estabilización de Cambios? (1)

Inglaterra ha obtenido, a través de su operación, la estabilización de su moneda al nivel que ha considerado conveniente. La Cuenta de Estabilización de Cambios ha reunido poder suficiente como para contrarrestar las influencias adversas que se han opuesto a sus designios. La industria y comercio ingleses han gozado de los beneficios que un curso estable significa en los cambios, a más del primer impulso hacia la recuperación que significó la libra subvaluada de Septiembre de 1931 hasta mediados de 1933. A partir de entonces continuaron aún usufrutuando una posición cómoda frente a los países del bloque-oro, que se debatieron contra una pesada y casi imposible deflación hasta 1936.-

La C.E.C. fué anunciada en el discurso de presentación del Presupuesto de Abril de 1932, y el 4 de mayo siguiente se fijó el monto de sus disponibilidades. Su origen debe remontarse a las recomendaciones del Informe Macmillan en cuanto propiciaba el manejo de la moneda, y la ampliación del Banco de Inglaterra mediante el aumento de capital y la fusión de los Departamentos de Emisión y Bancario.-

Cuatro eran, según N.F.Hall (2) las dificultades que hubiese encontrado el plan tal como estaba esbozado en el informe: 1° El Banco no podía cambiar sus disponibilidades de divisas en oro porque los precios del día diferían mucho del precio de compra estatuido legalmen-

(1) La Prensa - Octubre 6 de 1936.

(2) The Exchange Equalization Account - Pág. 25

te. 2° Aún si el Banco adquiriese oro para cubrir el riesgo de la tenencia de divisas extranjeras, el resultado hubiese sido una caída en la emisión fiduciaria, o un aumento en la proporción de efectivo del Departamento Bancario, que podía haberse interpretado como exteriorizando un cambio en las condiciones internas. 3° Las fluctuaciones en el precio del oro hubiesen complicado los resúmenes semanales del Banco, y hubieran dado lugar a toda clase de complejas cuestiones al calcular la distribución de la ganancia entre el Departamento de Emisión y el Departamento Bancario -un importante punto práctico desde que las utilidades del primero corresponden al Tesoro y las del segundo son privadas del Banco. 4° La advertencia formal, concreta y eficaz que se quería hacer a la especulación, hubiera resultado contraproducente si el plan hubiera llevado al Banco a mantener entre sus reservas títulos y divisas extranjeras en lugar de británicas.-

La Cuenta de Estabilización de Cambios resolvía estos puntos y las ventajas de su creación en aquel momento eran evidentes. Dotándosela de disponibilidades en libras bajo la forma de Letras del Tesoro, podía hacerse de divisas extranjeras en ese momento en que afluyen a Londres fondos del exterior. Podía contener la suba de la libra, pero no hubiese podido evitar una baja si el momento se hubiese producido en sentido inverso, a pesar de que hasta cierto punto el Banco de Inglaterra debe haberle transferido parte de sus reservas en moneda extranjera, adquiridas en los meses anteriores

a su funcionamiento.-

De manera que su actuación en los primeros tiempos se limitó a impedir que la libra subiera demasiado. La manera de hacerlo era anunciando simplemente que habría disponible todo el número de libras que quisiera comprar, y que se venderían sin que subiera su precio. "Si esto se hubiera hecho por intermedio del Banco de Inglaterra -dice Hall- el solo anuncio hubiera provocado un pánico"(1)

La disposición del gobierno de controlar la especulación era, mediante la creación de la Cuenta, clara y definida y nadie podía llamarse a engaño de que en cualquier momento se sostendrían los cambios a la altura deseada. "Sus recursos son suficientemente grandes como para igualar cualquier posible movimiento repentino de fondos desde o hacia Londres, y equilibrar la demanda y la oferta corrientes, previniendo así las fluctuaciones de la tasa del cambio" (2)

Si se trataba de defender el cambio, hacerlo por intermedio del Banco de Inglaterra hubiese presentado la dificultad de apreciar el capital necesario para tales operaciones. La determinación de una cantidad suficientemente amplia, 150 millones, que estaba disponible pero que no se lanzaba de inmediato a la circulación, solucionaba el punto. Se había fijado un límite, pero no se emitirían las Letras hasta que no hubiese efectiva demanda de ellas.-

Luego se varió en la primitiva intención de entregar

(1) The Economist. Mayo 5/1934.

(2) CLARE & CRUMP. Foreign Exchanges. Pág.255.-

los fondos a medida que fuesen necesarios, pues, según pudo apreciarse por las cifras de la deuda flotante, la transferencia se hizo de una sola vez. Posiblemente se quiso evitar un indicio del monto de las operaciones de la Cuenta, teniéndose por otra parte la certidumbre de que el mercado, saturado de fondos extranjeros, estaba en condiciones de absorber la emisión total.-

A la Cuenta le quedaba el recurso, en último caso, de readquirir las propias Letras, si tuviese demasiados fondos en libras, sin que sus operaciones pudieran ser advertidas.-

La emisión de Letras absorbía, pues, los fondos flotantes, sin permitirles ejercer una influencia no deseable en el mercado monetario, por la ampliación o contracción súbitas de la base del crédito.-

Una última ventaja de la creación de la cuenta, que aunque de relativa importancia se puntualizó frecuentemente en los comentarios de aquel momento era la de la contabilización de las diferencias de cambio originadas por el distinto precio del oro del que legalmente regía para el Banco de Inglaterra. La publicación de los balances semanales sería difícil, y no se podría mantener el secreto de sus disponibilidades, que se consideraba tan importante.-

Respecto del secreto de su actuación, dicen Clare & Crump: "Nadie conoce cuanto oro y divisas extranjeras tiene a su disposición, ni nadie sabe tampoco como irá a operar el día siguiente. A veces dejará el mercado libre para dar a los especuladores un poco de "soga" para

aparecer luego y aplastarlos. No es de sorprenderse en consecuencia que desde algunos años a esta parte haya habido muy poca especulación en libras". (1)

En el primer discurso en el Parlamento en que se anunciaba la nueva institución, el Ministro de Hacienda manifestó que los motivos de su creación eran los de ahuyentar la especulación y mantener el valor de la £. Cuando a los dos meses fué interpelado sobre el funcionamiento de Cuenta, informó a la Cámara de los Comunes que su fin era el de prevenir "una suba extemporánea de la libra". A comienzos de 1933, cuando el oro afluía en grandes cantidades de los Estados Unidos y se oían numerosas críticas sobre la actuación de la Cuenta en aquel país, el Ministro de Hacienda declaró que la función específica de la Cuenta era la de suavizar las fluctuaciones momentáneas de las cotizaciones que no fueran provocadas por tendencias reales del equilibrio económico.-

3. FUNCIONAMIENTO.

The Economist, al hacer apreciaciones sobre la falta de concretes en cuanto a su funcionamiento, calculaba que "los préstamos que el Gobierno obtenga para la C.E.C. lo serán en forma de adelantos del Banco de Inglaterra, cuyo efecto inflacionista será neutralizado por la venta de títulos ahora en poder del Banco" (2) Criticaba la disposición del entonces Ministro de Hacienda, Mr. Neville Chamberlain, en el sentido de no dar a la publicidad los detalles de las disponibilidades de

(1) Clare & Crump. OP. cit. pag. 256.-
(2) The Economist, 23/4/32.-

la Cuenta, basándose en que "más bien estimularía la especulación que encuentra desarrollo propicio al amparo de rumores que no pueden desmentirse documentadamente"(2)

Esta observación fué general, lo que no quiere decir que fuera acertada, ya que en Noviembre-Diciembre de 1932 cuando la Cuenta -presumiblemente- quedó casi exhausta, no hubiera habido forma de contener la especulación que siempre amenaza a una moneda inestable en un período de crisis.-

La Cuenta operaba por intermedio del Banco de Inglaterra, como ya se dijo, creándose a tal efecto un pequeño Departamento dependiente del Tesoro y se llevarían a su Debe o Haber los resultados de las operaciones de cambio.-

Transferiría o recibiría fondos del Departamento de Emisión del Banco de Inglaterra en cualquiera de los siguientes casos:

a) Para compensar pérdidas o ganancias que el Departamento de Emisión hubiese tenido en razón de diferencias en el valor de las divisas extranjeras en su poder, debidas a fluctuaciones del cambio.-

b) En caso de compra o venta de oro por el Departamento de Emisión, para compensar cualquier diferencia entre el valor del oro asignado en las cuentas del Banco, y el precio pagado o cobrado en realidad.-

c) Para reembolsar al Departamento de Emisión toda pérdida que no excediera de £ 8.000.000 que hubiera

(2) The Economist, 23/4/32.

soportado a raíz de los créditos concedidos por Francia y Estados Unidos en Agosto de 1931.-

El Banco quedaba autorizado, además, a mantener disponibilidades de divisas extranjeras en el Departamento de Emisión. Como las operaciones se hicieron principalmente con dólares en un comienzo, luego con dólares y francos y más tarde solamente con francos, la contabilización en el Informe Semanal del Banco se hizo sobre la base de la paridad oro. Las diferencias del cambio se debitaban o acreditaban a la C.E.C. (1)

La C.E.C. adoptó la política de convertir las divisas extranjeras en oro, aunque no era necesario efectuar transferencias de metálico, porque el Banco de Francia, por ejemplo, marcaba ("earmarked") el oro equivalente a los fondos en poder de la C.E.C. y lo depositaba en cajas particulares de esta. De este modo, sin moverse del país, el oro dejaba de figurar en sus balances como existencia, y como es natural, igual disminución tenía lugar en el monto de la circulación.-

La Cuenta ha aspirado a ahuyentar los especuladores, por una parte, y a evitar que la \pounds subiera demasiado, con lo que la industria perdería la ventaja que el abandono del patrón oro le había reportado.- Aunque el enorme monto de los fondos a su disposición hubiese bastado, según algunos, a dispersar a quienes tentaran de arriesgarse en la suba o baja del cambio, el Gobierno prefirió mantener sus operaciones en secreto, y así ocurrió hasta 1937 en que a raíz de continuas demandas en la Cámara, tanto oficialistas como opositoras, se ac-

(1) Véase The Economist. 5/5/1934.-

cedió a publicar un estado de disponibilidades cada seis meses, pero referente a la situación 90 días anterior para que no se conociera el sentido en que la Cuenta estaba operando en determinado momento.-

El secreto mantenido ha dado pie a los comentaristas para hacer prevenciones sobre una posible vía abierta a la inflación (1) y el riesgo de utilizar fondos del público -y experimentar pérdidas- en operaciones de cambio con divisas extranjeras (2). Sin embargo la forma de operar no da lugar a tal inflación, y la experiencia lo comprueba. Posiblemente, y esto se ha apreciadomreción a los varios años de operación de la Cuenta, provoca un ligero movimiento de deflación, (3).

La Cuenta dispone de Letras del Tesoro, que forman parte de la deuda flotante, con un plazo de 13 semanas desde su emisión hasta su vencimiento. Se cotizan en el mercado monetario como papeles de comercio, y su precio depende de la oferta de moneda y de las tasas de intereses vigentes en el momento de su comercialización. Los intereses que devengan son, pues, un cargo para el Tesoro, que varía en más o en menos según el interés a que se colocan en la plaza. Cuando la Cuenta necesita £ para adquirir divisas extranjeras vende Letras (Treasury Bills) por intermedio del Banco de Inglaterra, que le acredita en cuenta corriente el importe que a su vez recibe de los corredores (Bill brokers) que se hacen cargo de las letras. Las divisas extranjeras ofrecidas en venta en el

(1) "350 millones no crecen en los árboles". Alzada Comstock. American Review Economic. Pág 608.

(2) Cor. Wedgewood en la Cámara de los Comunes.

(3) Keynes J.M.- Memoria de la Mutual Life Insurance Co.

mercado de Londres, lo son generalmente por intermedio de los bancos de depósitos (Big Five) a quienes la Cuenta, cuando quiere intervenir, se las compra. Esta intervención se produce cuando se considera que una oferta demasiado grande para las necesidades del mercado en ese momento puede hacer subir las cotizaciones de la £ por encima del nivel que se desea mantener. Si la demanda de £, en razón de un fuerte retiro de fondos extranjeros de la plaza tiende a bajar la cotización de la £ por debajo de la cotización que se considera propia, la intervención de la Cuenta es inversa: vende sus disponibilidades de divisas extranjeras o de oro, según la tendencia de la demanda.- Si la C.E.C. tiene fondos considerables en £, y no quiere mantenerlos improductivos, interviene en el mercado para readquirir Letras del Tesoro, cuya circulación y cotización es continua.

Si como ha sucedido en realidad durante los seis años de su funcionamiento, mas que sostener una tendencia bajista la Cuenta ha debido sostener una tendencia alcista provocada por la posición favorable del balance económico y la inversión de fondos extranjeros en Londres, entonces se ha encontrado con fuertes disponibilidades de oro. En este caso la Cuenta transfiere el oro al Departamento de Emisión a cambio de papel moneda, y sus disponibilidades en libras vienen a ser ilimitadas.-

Como todas las operaciones, aunque dependientes del Tesoro por el Departamento ya mencionado, las realiza el Banco de Inglaterra, es de imaginarse que los efec-

tos de las compras o ventas de Letras en el mercado monetario, o al Banco, o de la compra o venta de oro a cambio de billetes son perfectamente tenidos en cuenta para no producir fluctuaciones indebidas en la circulación, en la tasa bancaria, o en el encaje contra depósitos.-

Quando el Banco recibe demasiado oro, se desprende de sus títulos de reserva para evitar la ampliación indeseada de la circulación, En estos casos, como el Banco disminuiría la proporción de sus inversiones productivas se ha acudido a la contracción de la circulación fiduciaria, y en lugar de vender títulos propios del Banco se ha vendido los del Departamento de emisión, cuyas utilidades corresponden al Tesoro.-

La existencia de la Cuenta de Estabilización de Cambios no ha cercenado las amplias facultades que como Banco Central tiene el Banco de Inglaterra, desde que se cree con todo fundamento que los funcionarios del Tesoro están en continuo contacto con los suyos para determinar la política a seguir, La Revista del Midland Bank(1) al analizar la actuación del Banco con respecto a la C.E.C., decía:

"Desde que por medio de la Cuenta los recursos para la intervención activa en los mercados de moneda y de cambios han aumentado mucho, y que, por lo demás, la intervención no se trasluce en ninguna publicación de cifras, los poderes del Banco de Inglaterra, han, en resumen aumentado".-

Las transferencias de oro al Banco o viceversa, se continúan realizando a la antigua paridad de 85/- la onza de oro fino (77/10½ el oro standard con 9/10 de fino) pero como el precio a que en realidad se hace la opera-

(1) Midland Bank Review - Feb.Marzo 1937 - Pág.5.-

ción es diferente, las utilidades o pérdidas son llevadas a la Cuenta de Estabilización de Cambios. Al iniciarse, la Cuenta no tenía obligación de hacer públicos los resultados de su actuación, pero en diversas oportunidades los Ministros habían hecho declaraciones en la Cámara respecto de su manejo, sin dar informes numéricos. A partir de Marzo de 1937 se publican informes semestrales.-

Aparentemente la Cuenta gana cuando compra oro del Banco y pierde cuando se lo vende, pero esta es solo una ficción contable desde que las utilidades del Departamento de Emisión, como ya se dijo anteriormente, corresponden al Tesoro. Con respecto al precio del oro adquirido, solo podrá hablarse de una pérdida o ganancia cuanto la libra vuelva al patrón oro y se revalúe el oro existente en el Departamento de Emisión y en la C.E.C.- Si la revaluación se hiciera a la paridad anterior, o a un nivel superior a la media del precio de las adquisiciones de la C.E.C. existirían pérdidas. Si se hiciera a un nivel inferior a esta media, existirían ganancias.-

En realidad la Cuenta debe haber realizado fuertes utilidades, al precio actual del oro, desde que compra cuando la oferta de divisas extranjeras es amplia y sus cotizaciones tienden a bajar, y vende cuando la demanda lleva su cambio a niveles superiores a los deseados.-

Por la ley de su fundación, Finance Act de 1932, las utilidades finales irán a amortizar la deuda pública. Habría que agregar que lo que entonces se consideró provisorio lleva miras de convertirse en permanente, vistos

sus buenos resultados y la limitación de que ha sido objeto. Las utilidades, pues, tardarán en realizarse porque la revalorización del oro va para largo, si es que se opera, y mientras tanto el efecto visible ha sido el aumento de la deuda contra un aumento de existencias de oro. Por consenso general, el precio de este aumento de la deuda se considera bien leve comparado con los stocks de oro por los que el Banco de Inglaterra luchaba desde 1918, y más aún, con la nueva vida impresa a la industria.-

4. LA DEUDA FLOTANTE Y LA CONVERSION DEL EMPRESTITO DE GUERRA.

Las deudas de guerra crearon un inmenso capital papel que se llamó "mala moneda" o "hot money" que ha andado circulando por tantos países en busca de interés o de refugio, y que aún la Argentina tuvo como huésped en 1937. Sus movimientos, ya derivados de la especulación, ya del miedo, produjeron una extrema inestabilidad en las divisas. Londres sufrió en 1924/1925 influjo de fondos especulativos esperanzados en el retorno a la paridad oro, en 1928/29 los retiros provocados por las altas tasas de la moneda a corto plazo en Nueva York, y en 1931 los retiros en gran escala que produjeron en definitiva la caída de la £.-

En 1932, con la £ depreciada, fué tan grande el retorno de fondos que se corrió el riesgo de que volviera a subir por encima de su poder adquisitivo y que se renovara la situación descripta por el Informe Macmillan

en cuanto a disponibilidades y responsabilidades de Londres, en divisas extranjeras, a corto y largo plazo.-

Contrariamente a la característica dominante de la pre-guerra, de descontar letras de cambio comerciales y financiar operaciones de intercambio internacional, Londres se constituyó en 1918 en un verdadero banco de depósitos de los fondos flotantes, de la "mala moneda". La crisis monetaria de 1931 demostró que no había creado la reserva suficiente para responder a esta nueva situación.-

Londres estaba tradicionalmente acostumbrado a prestar a los países menos desarrollados porque con ello había labrado su grandeza, y realizó iguales esfuerzos en la post-guerra para ayudar a los países europeos cercanos a la bancarrota, invirtiendo fondos que en realidad tenía como depositaria a corto plazo.-

La situación era menos sana aún en razón de la amplitud que la deuda flotante había adquirido después de la guerra, y que consistía principalmente en Letras del Tesoro emitidas a tres meses de plazo. Gozaban de buen interés, en razón de las altas tasas bancarias que rigieron durante todo el período, atraído por su fácil liquidación a los capitales deseosos de colocarse momentáneamente.-

Los bancos recibían con gusto depósitos extranjeros que, guardando el debido encaje, les permitían invertir sin riesgo y tan remunerativamente. En esta forma, la llegada de capitales de consideración no tenía el efecto presumible de reducir las tasas lo suficien-

te, puesto que el corto término que tenían las letras a correr (a lo sumo tres meses) no permitían la apreciación de su valor capital en forma, tal que se hiciera la baja de las tasas de descuento realmente efectiva. -

El Gobierno mantenía estos considerables fondos sin consolidar para no añadir un recargo permanente a los presupuestos, pues no hubiera obtenido empréstitos a tasas menores del 5% a que estaba emitido el War Loan (Empréstito de guerra) y otras deudas consolidadas. El dinero había estado pronunciadamente caro en toda la época de deflación transcurrida desde 1923 hasta 1931 para intentar ninguna conversión. Los préstamos a corto plazo, que en un principio se extendían hasta un año, fueron restringidos alrededor de 1924 a sólo tres meses, lo que importó una gran mejora en la situación. La deuda flotante en circulación, que llegó a unos 1.500 millones de libras en su cenit, se financiaba a un interés considerablemente más bajo que el de la deuda consolidada, pues las letras del Tesoro se colocaban ya entre las Instituciones oficiales o semi-oficiales con fondos disponibles ("tap" bills), o por licitación en el mercado monetario ("tender" bills), obteniendo las mejores tasas de plaza desde que se trataba de los papeles mejor garantidos. -

En medio de una situación difícil para obtener empréstitos a largo plazo en el exterior, y cuando el peso de la deuda con sus intereses era casi intolerable la depresión disminuía la renta nacional dejando las

obligaciones intactas, la creación de la Cuenta de Estabilización de Cambios vino a proporcionar fuertes fondos, a bajo interés.-

Es cierto que estos fondos estaban colocados a corto plazo, pero la Cuenta proveía a la creación de reservas, y por su hábil manejo se obtenía la inversión de dichos fondos en Letras del Tesoro. Estas operaciones cambiaron enteramente el mercado de moneda: la emisión licitada en Enero de 1932 se colocó a £ 5.8. 4 %, mientras que en Julio del mismo año el tipo de interés fué de £ 0.16.11 %. La tasa siguió ya permanentemente baja y llegó a un límite de £ 0.10.5 para julio y 7 de 1934 o sea muy poco más del $\frac{1}{2}$ % anual. (1)- Se habían aprovechado con suprema habilidad circunstancias favorables, y de un proceso momentáneo se obtuvieron resultados permanentes, utilizándose fondos de cuya fidelidad no se podía esperar mucho con la libra esterlina desligada del oro. De allí en adelante se opera un saneamiento de las finanzas necesario desde el fin de la guerra y que pesaba profundamente sobre la estructura económica inglesa; se reduce la deuda flotante, se la abarata y se sana el mercado monetario; Londres vuelve a ocupar su privilegiado lugar de centro financiero; se inaugura una época de dinero barato y se crea una confianza que ha hecho que con una tasa bancaria del 2%, más y más capitales se adhieran, cada vez, a la libra.-

Es verdad que el mantenimiento de las reservas en poder de la G.E.C. le cuesta al Tesoro el interés de

(1) The Economist, Monthly Supplement.

las letras en circulación por esta causa, pero en definitiva el cargo es mucho menor si se tienen en cuenta los tipos de interés que se han obtenido.-

La tasa bancaria sufrió durante el primer semestre de 1932 la caída más notable de la historia del Banco de Inglaterra: de 6% en Enero pasó a 2% en Junio.-

La Conversión de la deuda de guerra (War Loan) hecha posible por el abandono del patrón oro y la apreciación de los títulos públicos en 1932, mejoró también la situación de la deuda flotante en su "quantum", que de 1580 millones de libras en 1926 pasó a 870 millones en 1932. "No hay realmente secreto en lo que ocurrió en 1932 y años subsiguientes. Primero la demanda de Letras sobrepasaba lejos a la oferta, de manera que las tasas para préstamos a corto plazo y de descuento vinieron cayendo. Después, tanto los bancos como las otras instituciones que estaban imposibilitadas para invertir sus fondos disponibles se dirigieron al mercado de títulos, en forma tal que el precio de los bonos del gobierno subió rápidamente" (1)

Sin inflación, sin fuertes compras de parte del gobierno, sin medidas restrictivas para la salida del capital, sin exenciones y sin primas se había podido realizar la mayor conversión que se registra en las finanzas con éxito notable: 92% de los tenedores sobre £ 2000 millones aceptó una conversión que reducía el interés de 5 a $3\frac{1}{2}$ %, es decir, en un 30%.-

Cuando se anunció la Conversión del Empréstito de guerra, solo la acción de la C.E.C. pudo prevenir un alza considerable en las cotizaciones. Al anunciarse que

(1) Clare & Crump - Foreign Exchanges, Pág.139.

los títulos no convertidos se pagarían a la par el 1° de diciembre de 1932, quedaron convertidos en algo similar a letras a plazo fijo, con 5% de interés, inversión muy interesante para los fondos extranjeros que podían cubrir el riesgo del cambio comprando dólares o francos a término a un tipo de interés mucho menor. Las operaciones de la C.E.C. tendieron a prevenir esta avalancha que hubiera traído una gran suba de la £ en agosto y septiembre y una caída igualmente grande a fin de año, después de la redención. Para ayudar a la Cuenta y previendo esta situación, el Tesoro ofreció un bono de £ 1 por cada £ 100 para los que anunciaran su intención de convertir antes de Julio 31/1932.-

Este bono equivalía al interés que podía ganarse en el término a correr.-

5. EL MERCADO MONETARIO Y EL CREDITO.

Bajo el patrón oro, las fluctuaciones de los cambios se compensaban con movimientos de metal. Las transferencias de fondos a Londres significaban un aumento del encaje oro del Banco de Inglaterra. El Banco debía emitir billetes en compensación, aumentando la proporción de encaje de los bancos con respecto a los depósitos. Como en la práctica bancaria inglesa el encaje se mantiene alrededor del 10%, este aumento de efectivo daba lugar a mayores préstamos y consecuentes depósitos, con una expansión del crédito de 10 a 1 respecto al monto de los fondos nuevos, e independientemente de la forma en que se invirtieran en la plaza. Esta expansión, dadas

las características del mercado monetario, basada en el influjo del oro, podía llegar a ser quizá de 30 a 1. (1)

Teóricamente la expansión debía ser neutralizada por un alza en los precios y la correspondiente contracción de las exportaciones. Pero como este proceso no es inmediato, la inflación ocurrida en el "interregno" puede ser indeseable. Si la llegada de fondos es debida a la especulación o a busca de refugio, como había ocurrido frecuentemente desde la guerra, más que a causas económicas normales, la inflación es doblemente indeseable. En la práctica las operaciones del Banco de Inglaterra, vendiendo o comprando parte de sus letras, aumentando o disminuyendo la tasa bancaria, eran las que en tiempos normales restablecían el equilibrio. Cuando los movimientos de fondos eran considerables, tales operaciones eran ineficaces.-

La intervención de la C.E.C. ha modificado aquellos perniciosos efectos. Si no se desea que la inflación del crédito se produzca, la C.E.C. neutraliza el influjo de fondos mediante la compra de oro y la venta de Letras del Tesoro. De este modo la oferta de los títulos viene a compensar el nuevo circulante, sin que el encaje oro del Banco de Inglaterra se modifique en forma alguna, ni, por consiguiente, el monto de la circulación.-

A una nueva presencia de fondos, la Cuenta responde con una emisión de Letras. Dichos fondos deben ir a invertirse en definitiva en esas letras, ya sea por el mis-

(1) Véase CLARE & CRUMP. op.cit. Pág. 262.

mo extranjero que hace la remesa a Londres, o por el Banco con quien deposita su importe, o por los corredores a quienes este presta su exceso de efectivo día por día, o por quienes vendieran títulos. El monto circulante en poder de los Bancos no se modifica porque la venta de títulos absorbe el numerario equivalente al creado por el depósito original resultante de la venta de divisas extranjeras.-

En resumen, todo influjo de fondos a Londres resulta, si la C.E.C. cubre la operación con compras de oro, en una demanda y una oferta correspondiente de Letras del Tesoro.-

Si la compra de £ en lugar de invertirse, diera lugar a un atesoramiento de moneda inglesa, los bancos perderían efectivo y adquirirían Letras. Cuando la Cuenta nota un movimiento en este sentido, que tendría el efecto de una contracción de la base del crédito, vende parte de su oro al Banco de Inglaterra por sus billetes y readquiere letras en el mercado. En este caso el efecto de la operación que se ha analizado es el de aumentar la circulación contra un aumento en las existencias de oro, pero sin inflación del crédito, desde que las libras no han sido depositadas. Este hecho no es tan raro como podría aparecer a primera vista; se considera generalmente que el público francés atesora en libras esterlinas desde que legalmente no puede hacerlo en oro y prácticamente le es muy difícil.-

En la forma expuesta opera también la Cuenta en otras ocasiones para neutralizar fluctuaciones momenta-

neas del mercado interno con respecto a la demanda del crédito. Esto le ha permitido mantener la tasa bancaria permanentemente a bajos límites, con considerable beneficio para la industria, cuya recuperación ha sido tan asistida por la política de la moneda barata, "cheap money". Aparentemente la C.E.C. ha permitido la estabilización de la tasa bancaria (que permanece inmóvil, a 2% desde Junio de 1932), y ha operado una divergencia de inversiones del mercado a corto plazo hacia los títulos públicos de la deuda consolidada.-

La operación de la Cuenta ha tenido el mayor éxito, y esta es una de las razones por las cuales el retorno al patrón oro es cada vez menos y menos reclamado en Inglaterra. El mercado monetario, por lo menos, se ve libre de las incidencias de un influjo, o reflujo de oro -cualesquiera que fuesen las causas que lo originaran- en el crédito, las tasas bancaria y de descuento, la oferta de numerario, los precios, el comercio y la desocupación.-

Si el origen de la Cuenta puede remontarse al Informe Macmillan con su reclamo de manejo de la moneda, no hay duda de que el Profesor Keynes, aunque no haya visto la aplicación de su teoría de moneda basada en los precios llevada al 100%, merece ser felicitado por el apaciguamiento obtenido en el mercado internacional de cambios. Si se comparan las situaciones existentes entre 1925-1931 y la posterior al Acuerdo Tripartito de 1936, aún concediendo algo por la inestabilidad francesa, se

verá que se ha ganado mucho.-

6. LOS MOVIMIENTOS DE FONDOS Y LA COTIZACION DE LA LIBRA.

Los empréstitos de £ 50 y £ 80 millones que en agosto se habían tomado de Francia y Estados Unidos, fueron pagados a principios de 1932 sin dificultades con los fondos afluidos a Londres. El conocimiento de este hecho produjo un movimiento "alcista" en las cotizaciones de la £ que llegó a su máximo en Abril, y que reducía la diferencia favorable a la £ entre la paridad de precios y el cambio internacional.-

Puestas las esperanzas de su recuperación económica en la ventaja que daría a las exportaciones la subvaluación de la £, Gran Bretaña no vió con buenos ojos esta alza repentina, y con este propósito en vista -aunque no declarado muy abiertamente- fué creada la Cuenta de Estabilización de Cambios. Muchas críticas se le han hecho efectivamente a esta institución como tendiendo a mantener deliberadamente a la £ por debajo de su poder adquisitivo.-

La C.E.C. pudo operar para prevenir el alza porque fué creada en un momento de afluencia de fondos a Londres, haciendo fácil la venta de libras. Si el movimiento hubiese sido bajista, no hubiese habido medios para contener el movimiento, casi agotadas las existencias de oro del Banco de Inglaterra.-

La libra fué mantenida por medio de las operaciones de la Cuenta a un nivel más bajo del que presumiblemente hubiese alcanzado de dejársela fluctuar libremente. La baja de las tasas de descuento ayudó en parte, por el

retiro de fondos que ya no encontraron -luego de la conversión- colocación conveniente.-

La Conversión del Empréstito de Guerra (War Loan) del 5%, aunque había tenido un éxito notable con respecto al mercado interno al obtener una aceptación del 92 % sobre un total de £ 2.000.000.000, dejó el problema de las inversiones extranjeras que habían preferido la redención en efectivo y que quizá habrían de repatriarse a sus países de origen.-

Según The Economist, los depósitos extranjeros debían ser por lo menos de £ 150.000.000 en el Otoño de 1932 y su retiro de Londres provocó una considerable depreciación de la £ en Noviembre y Diciembre. Sugiere también que a esta fecha la C.E.C. había quedado sin fondos para operar en defensa de la libra.-

Mr. Alzada Comstock en "The American Economic Review" (1) aprecia en £ 60.000.000 el importe reclamado del extranjero con posterioridad a la conversión. Aparte de esta transferencia de fondos, en Diciembre vencía una cuota de la deuda de guerra a los Estados Unidos, que demandaba £ 19.000.000, drenaje también considerable.-

En estas circunstancias la £, que durante el primer semestre de 1932 había llegado a \$ 3.80, fué dejada depreciar -o tal vez forzada a ello- hasta \$ 3.50 en Julio, Agosto y Septiembre. En Octubre y Noviembre la presión sobre la libra fué ya directa, y quizá por encima de la voluntad de la Cuenta, su depreciación llegó al

(1) Dic.1933 - Pág.608.-

punto de cotizarse a \$ 3.14 el 29 de Noviembre de 1932, el más bajo precio que haya tenido nunca.-

Es muy posible entonces que la apreciación de The Economist -respecto de haber quedado exhausta la Cuenta- tiene muchos visos de realidad, y que la libra fuese por entonces abandonada a su propia suerte.

En los Estados Unidos la opinión no era la misma, atribuyéndose a un deliberado propósito la baja de la £. Así lo hacía notar "New York Times" del 12 de Noviembre a raíz del alza momentánea que la libra había experimentado el día anterior y la aparente intervención de la Cuenta vendiendo libras en el mercado de cambios.-

Comstock en el artículo citado juzgaba que "hay ciertas indicaciones de que el Fondo puede haber hecho considerables ganancias comprando libra a bajo precio y vendiéndolas alto". Una carta al "Sunday Times" del 19/2/1933 apreciaba las utilidades obtenidas mientras la libra subía de 3.14 a 3.44 dólares en £ 20.000.000 pero la cifra es evidentemente exagerada porque implicaría operaciones por £ 200.000.000 con una diferencia media favorable del 10 %, lo que es inadmisible.-

Al comenzar el año 1933 la libra empezó a revalorizarse en términos del dólar, y la C.E.C. se vió frente al enorme movimiento de fondos que precedió al embargo del oro decretado el 19 de abril de 1933 por los Estados Unidos. La situación bancaria de este país luego de la crisis se había tornado insostenible frente a los enormes retiros de depósitos que originaron la quiebra de 3754

instituciones bancarias entre 1931 y 1932 (1). Buena parte de estos fondos buscó refugio en Inglaterra contra la desvalorización que se preveía.

Aunque las cifras de la Cuenta de estabilización de Cambios permanecieron secretas, puede juzgarse la situación por los stocks de oro del Banco de Inglaterra. (2)

Enero 4	£	119.792.447
Febrero 1	£	126.402.591
Marzo 1	£	150.227.934
Marzo 29	£	171.839.050
Abril 19	£	183.963.895

Se ve que la C.E.C. transfirió fuertes cantidades de oro al Banco pero no se conoce el oro que retuvo ella misma. Durante todo ese tiempo se mantuvo una lucha para sostener el dólar, vendiendo libras y comprando oro, en parte por solidaridad con las autoridades estadounidenses, y también porque a Inglaterra le perjudicaría comercialmente que se abandonara el patrón oro. Pero, como dice Hall, "hubo una huida del dólar a la libra, seguida de una serie de experimentos monetarios que debilitaron las monedas oro europeas e hicieron la tarea de la dirección monetaria extremadamente difícil". (3)

Al mismo tiempo la Cuenta debe haber convertido rápidamente sus divisas extranjeras en oro, por temor a una devaluación repentina del franco o del dólar que hubiera

(1) Broide Julio: La política monetaria y bancaria de los EE.UU. - Pág.3.

(2) Bank of England-Weekly Reports.

(3) Hall N.F. - The Exch.Eg.Account. Pág.54.

perjudicado a los tenedores de estas divisas.

El dólar habíase desligado del oro en circunstancias de profunda crisis en los Estados Unidos, pero también en medio de un considerable encaje metálico, lo que hubiese hecho posible su defensa técnicamente por mucho tiempo. Esto significó críticas más severas que el abandono de la libra, porque esta había ocurrido cuando las existencias de oro en Inglaterra eran tan escasas que corrían peligro de desaparecer en poco tiempo. Sin embargo es de reconocer que, dentro de las características de la estructura económica de los Estados Unidos, solo un hecho semejante podía crear la confianza necesaria en la suba de precios para salir de la depresión.-

A raíz de la actitud de los Estados Unidos, y aunque el Ministro quisiera negarle este origen, la Cuenta fué ampliada el 4 de mayo de 1933 concediéndosele 200 millones de libras más para actuar. Es muy posible que las considerables compras de oro del primer trimestre hubiesen significado la inversión total de las disponibilidades anteriores.-

Con esto comienza un segundo período de sus operaciones, durante las cuales la libra tuvo las siguientes cotizaciones con respecto al dólar y al franco (este aún bajo el patrón oro):

	<u>1 9 3 3</u>		<u>1 9 3 4</u>		<u>1 9 3 5</u>		<u>1 9 3 6</u>	
	\$	Frs.	\$	Frs.	\$	Frs.	\$	Frs.
Enero	3.36	86.12	5.06	81.28	4.89	74.34	4.95	74.89
Febrer.	3.42	87.30	5.04	77.79	4.88	73.93	5.-	74.84
Marzo	3.43	87.47	5.10	77.36	4.78	72.12	4.97	74.93
Abril	3.58	87.29	5.05	77.90	4.83	73.27	4.94	75.05
Mayo	3.94	85.51	5.06	77.18	4.89	74.22	4.97	75.48
Junio	4.14	86.10	5.-	76.50	4.93	74.66	5.02	76.17
Julio	4.64	85.20	5.04	76.46	4.96	74.81	5.02	75.83
Agosto	4.50	83.87	5.07	76.04	4.97	75.-	5.03	76.32
Sept.	4.66	80.36	5.-	74.86	4.93	74.86	5.05	76.78
Octubre	4.67	80.16	4.94	74.57	4.91	74.50	4.90	105.15
Noviem.	5.13	82.16	4.99	75.75	4.93	74.80	4.89	105.17
Diciem.	5.12	83.59	4.95	75.-	4.93	74.71	4.90	105.15

Una vez que el dólar se separó del oro, el nivel de la libra no pudo mantenerse bajo, y su cotización en términos de aquella moneda llegó a \$ 4.- en junio a la paridad anterior de \$ 4.866 en Octubre y aún a \$ 5.14 en Diciembre.-

Mientras tanto la Cuenta había recuperado buenas cantidades de oro que le eran tan necesarias para asegurar sus reservas, efectuándose según el criterio de los economistas que asignan un origen principalmente monetario a la gran crisis, una redistribución de oro que indudablemente ayudó a salir de la depresión.-

Durante el año 1932 los países europeos del bloque oro, Bélgica, Italia, Francia, Suiza y Holanda habían llevado sus existencias de £ 853 millones (a 85/- la onza de fino) a £ 988 millones. En Julio de 1933 esta reserva

se había reducido a 940 millones y a 931 en Diciembre. Estados Unidos mantuvo sus existencias entre 813 y 824 millones, mientras que Inglaterra pasaba de £ 120 millones a 194 millones.-

Los países mencionados habían logrado sostenerse, apelando a drásticas deflaciones y por su potencia económica. Pero al año Abril 1932-Marzo 1933 había presencia de una espectacular caída del patrón oro en todos aquellos países afectados por el abandono de la libra, y que no tuvieron éxito en sus esfuerzos deflacionarios.-

La siguiente es la tabla cronológica de los acontecimientos monetarios, tal como se la incluye en la Memoria Anual del Banco Internacional de Ajustes para 1933. (Pág.15-Third Annual Report).

- 1932: Abril 19: Chile suspende el patrón oro.
 Abril 26: Grecia suspende el patrón oro.
 Mayo 11: Siam suspende el patrón oro y liga su moneda a la libra esterlina.
 " 18: Perú suspende el patrón oro.
 " 27: Persia introduce regulaciones en el cambio.
 Junio 25: El Banco Nacional de Austria cesa de asignar el cambio requerido por las obligaciones con el extranjero.
 " 30: Paraguay introduce regulaciones de cambio.
 Julio 1: Nueva Zelandia suspende las regulaciones de cambio.
 " 1: Japón decreta medidas para evitar la salida de capitales.-

- Agosto 18: El Banco Nacional de Austria reduce el encaje de 24 a 20%. -
- Sept. 19: El Banco Alemán suspende por dos años las regulaciones relativas a la tasa del descuento. -
- Octubre 5: Se hacen más elásticos los estatutos del Banco de Danzig.
- Diciem. 28: La Unión de Sud Africa suprime el patrón oro.
- 1933: Enero 20: Nueva Zelandia aumenta la prima de la libra esterlina de 10 a 25%. -
- " 31: Dinamarca liga su cambio a la libra esterlina a razón de 22½ coronas por £. -
- Febrero 9: Se modifican los estatutos del Banco de Polonia, reduciéndose el porcentaje de encaje. -
- " 17: Se firma en Berlín el tercer acuerdo de suspensión de los créditos alemanes. -
- " 26: Se renueva el acuerdo de suspensión de la deuda austriaca.
- " 28: Yugoslavia regula la publicación oficial de las primas sobre cambios extranjeros. -
- Marzo 4: Se renueva el acuerdo de suspensión con Hungría.
- " 6: Estados Unidos introduce el embargo sobre el oro. -
- " 13: Estados Unidos introduce regulaciones sobre cambios.
- " 23: Austria oficializa cotizaciones diarias del schilling oro aplicable a los pagos relativos a contratos en oro o en monedas extranjeras. -

La crítica económica americana y de los países del bloc-oro ha querido achacar estas consecuencias a la actitud de Inglaterra, como en esta se le asignaba la cul-

pa de la crisis a la política de acaparar oro del 26-29, por parte de Francia y Estados Unidos.-

Lo que es indudable es que la baja de la libra había determinado un descenso general de los precios. "Un mercado monetario débil y un cambio de la £ descendente había impuesto por dos veces la deflación en otros países"(1), dice el mismo Hall, autor inglés, al considerar el primer deber de las autoridades británicas una política de aumento de precios y de refuerzo de la £ si se deseaba llegar a una mejora de la situación mundial.-

Dentro de este movimiento se presume que la E.E.C. debía estar considerando la idea de estabilizar la £ a determinado contenido de oro, pero sin ligarse al patrón y conservando una elasticidad que le permitiera controlar las tendencias y fluctuaciones del cambio con más eficacia, suavidad y rapidez que un rígido patrón metálico. No parece haber habido en ningún momento la idea de desligar la libra del oro por completo, como las escuelas más revolucionarias proponían. En realidad, unas monedas han desvalorizado su contenido metálico, otras han permanecido inconvertibles, pero el oro ha continuado siendo la mercadería patrón, con un precio único en todo el mundo. La Política, tanto de Inglaterra como de Estados Unidos, de seguir adquiriendo metal ha significado que, con los nuevos precios obtenidos, la producción se haya elevado considerablemente, como puede verse en la planilla que va al final de este trabajo.-

Estas perspectivas de estabilización, y la influencia financiera que el mercado londinense tiene en el mun-

(1) Hall - The Exchange Equalization Account.

do, indujeron a muchos países que habían abandonado el patrón oro ligar sus monedas con la libra esterlina tal como lo hicieron los Dominios, Siam, Portugal, Argentina, los países del Báltico, etc., dando origen al denominado "bloc de la libra esterlina".

En febrero de 1934 Estados Unidos fijó para el dólar una nueva paridad con el oro al 59.06 % del contenido anterior, entrando de nuevo parcialmente en el patrón metálico. El Gobierno tomó todos los stocks de oro existentes, al nuevo valor. Con parte de la utilidad de la revaluación se instituyó un Fondo de Estabilización de Cambios con disponibilidades por 2.000 millones de dólares.-

Mientras tanto algunos países europeos seguían adheridos al patrón oro "deliberadamente, aún a costa de bajos precios, exportaciones disminuidas, restricciones comerciales intensificadas, y todos los demás síntomas de una circulación sobrevaluada" (1) Estos países, Italia, Suiza, Holanda, Bélgica, Polonia y Francia se unieron extraoficialmente en un "bloc-oro" prometiéndose sostén mutuo en caso de dificultades y declarando su intención firme de mantenerse dentro del patrón oro.-

Aunque la depreciación americana significaba perder las ventajas adquiridas en el mercado yanqui, o en la competencia con sus exportaciones, la Cuenta de Estabilización de Cambios operó solo para suavizar las fluctuaciones menores, sin insistir en mantener la baja cotiza-

(1) The Economist-Comm. History & Review of 1933-Pág.8.-

ción con respecto al dólar una vez que este se desligó de su antigua paridad.-

A partir de diciembre de 1933 se establece una vinculación entre el dólar y la libra, es decir, cuando se supo que el dólar se ligaría nuevamente al oro al mismo nivel que la £, aunque inconvertible, mantenía frente al metal.-

La inconvención de la £ hace que las fluctuaciones excedan los anteriores puntos de entrada y la salida del oro, pero sin embargo el grado de estabilidad obtenido es digno de señalar, sobre todo si se compara la nueva posición con la existente en el año siguiente a los acontecimientos de septiembre de 1931.-

Las compras de oro por la C.E.C., y su transferencia al Banco de Inglaterra, aseguran la posición del metal y su valor en el mercado. Los Estados Unidos están dispuestos a comprar al nuevo precio de 35 dólares la onza toda la cantidad que se les ofrezca. En Inglaterra la Cuenta no tiene precio fijo para la compra del oro, pero es aparente que tiene interés en sostenerlo, a cambio de la baja de la libra. Por qué razones inexplicadas se ha buscado esta valorización del oro en lugar de buscar la suba de los precios ? No se conocen, pero juzgan muchos, y quizá con acierto, que la libra podía haberse estabilizado perfectamente a un 70 % de su valor en lugar del 60% a que se llegó en definitiva. Tal vez a aquel límite se hubiera podido sostener la antigua paridad en EE.UU. y Francia. Ahora ha vuelto Francia a tener, como en 1928 su moneda subvaluada a 178 frs. por £ y no sería

difícil que volviera a repetirse el ciclo de atesoramiento.-

El oro había subido paulatinamente de 85/- la onza en 1931 (la paridad a 125/- en Marzo de 1933, y a 131/- en Septiembre. A fines de 1934 su precio era de 140/- chelines la onza de fino. Esto confirmaría la teoría de que la depreciación individual de una moneda redundaba en una baja general de los precios internacionales en oro, al volverse a repetir el fenómeno de 1931 que ya hemos analizado.-

La libra mantuvo una sólida posición a pesar de su inconvertibilidad, a medida que aumentaba el área del bloque de la esterlina y afluían fondos a Londres. En Noviembre de 1934 eran tan abundantes las ofertas de moneda en este mercado que *The Economist* (1) se preguntaba si no era ya tiempo de reducir la tasa bancaria vigente del 2%, ya que las operaciones de los bancos comerciales a corto plazo, con garantía de bonos del tesoro, letras u otros papeles "elegibles" se hacían al tipo de $\frac{1}{2}\%$.-

Su cotización en los cambios fué favorable durante largo tiempo y nunca bajó de la paridad teórica de 4.866 de dólares entre Noviembre de 1933 y Enero de 1935, todo el período de la "fuga del dólar" en que se ejercía una considerable presión económica para torcer la política del Presidente Roosevelt. Las compras de oro de la Cuenta, a los precios del día, le permitían contener una revalorización de la £ que pudiera repetir la vuelta al oro entre 1922-25, aunque entonces, naturalmente, el mo-

(1) Nov.10/1934-Pág 878.-

vimiento había contado con todo el apoyo oficial.-

El franco se había mantenido más o menos firme en su posición, defendido todavía por el bajo tipo de estabilización de 1928. Pero a fines de 1934 y cuando ya se sentían agudamente los efectos de la depreciación del dólar (Estados Unidos es el principal cliente de Francia y principal fuente de turismo) la Cuenta de Estabilización de Cambios tuvo que comenzar a intervenir esporádicamente en defensa de la moneda francesa, comprando francos. La posición económica de este país era -en el aspecto internacional- cada vez más difícil, y cuando, por una momentánea apreciación del dólar más allá del punto de salida del oro, se producían los naturales retiros de oro del Banco de Francia, inmediatamente se sentían los efectos de algún conato de especulación.-

Mientras Francia mantenía su adherencia al oro y se formulaban al respecto categóricas afirmaciones, la opinión, tanto en Estados Unidos como en Inglaterra, tendía a insinuar una desvalorización de las monedas del bloque-oro al 60% de su paridad anterior, en que estaban estabilizadas las divisas de países que constituían 2/3 del mundo comercial. El manejo de la política monetaria se consideraba exitoso en cuanto había obligado a la especulación a retirarse, y había permitido condiciones de crédito y bancarias sumamente tranquilas, esto es, había eliminado influencias exteriores sobre la estructura comercial e industrial de los países que la habían adoptado. Su efecto exterior era, sin embargo, desastroso para los países que conservaban la paridad oro de 1929,

por el límite a que se había llevado la depreciación. Un 40% significaba una gravísima deflación, si se tiene en cuenta la inmensa deuda pública de aquellos países; la tasa bancaria debía mantenerse altísima, y la capacidad de consumo era muy grande, sobre todo a los precios de exportación de las monedas devaluadas. Un proceso de depreciación afecta -es verdad- notablemente a las clases de entradas fijas o poco elásticas, pero por lo general la recuperación de la industria y el comercio se expande, aunque imperfectamente, a todas las clases. En cambio el proceso de deflación, al restringir las actividades productoras, las vuelve a afectar porque todo el país sufre, de un modo u otro, los resultados de la desocupación, paro y contracción comercial. Aparte de esto era previsible que la obtención de un equilibrio a los nuevos niveles de precios y producción industrial fijados por los valores reducidos de la £ y el dólar, será sumamente difícil.-

La opinión, como se dijo, no solo pedía la desvalorización del bloque-oro como medida indispensable para el reajustamiento mundial, sino que influía psicológicamente, creando una atmósfera de cosa juzgada, irremediable. Esto produjo una ofensiva contra el franco y otras monedas oro que rebasó los círculos de la especulación internacional e indujo a todo el mundo a retirar un oro que tarde o temprano habría de revaluarse.-

Las elecciones de Mayo de 1936 produjeron un cambio de gobierno en Francia que debió afrontar serias dificultades internas. Desde el primer momento se notó la sa-

lida de importantes capitales, y el movimiento, detenido en parte a mediados del año, se reanudó con toda fuerza en el mes de Septiembre. La Memoria del Banco Internacional de Ajustes señala las frecuentes conversaciones entre representantes de varios países sobre la posibilidad de devaluar las monedas del bloque-oro, y el Informe del Comité económico de la Liga de las Naciones al Consejo indicaba ya el 14 de septiembre de 1936, "la necesidad de hacer desaparecer el margen que separaba los niveles de precios de la mayoría de los países bajo el patrón oro (ya fuese real o nominal) de aquellos de la mayoría de los países con circulación depreciada?" (1)

Según se supo después, el Gobierno francés había llegado a un acuerdo con los de Inglaterra y Estados Unidos, quienes aceptaron de buen grado la proporción de devaluar el franco. El 25 de septiembre se dieron a conocer los términos de la declaración de estos tres países conocida como "Acuerdo Tripartito" y que se analizará más adelante.-

El Acuerdo facilitó enormemente las operaciones de la cuenta Británica de Estabilización de Cambios por haberse convenido que cualquiera de los países comprometidos obtendría oro de los otros, a cambio de las divisas que tuviera de ellos. Con esto se facilitaban las operaciones y se hacían menos necesarias las transferencias de metal.-

El Acuerdo Tripartito viene a señalar el comienzo de un tercer período en la actuación de la C.E.C., y que puede caracterizarse por el de mayor estabilidad.-

(1) Bank for International Settlements. Seventh Annual Report. 1937.-

Los movimientos anteriores a la depreciación, mientras tanto, habían significado una considerable afluencia de fondos a Londres, y la importación de fuertes cantidades de oro.-

En diciembre de 1936, la Cuenta vendió al Banco de Inglaterra 65 millones de £ oro. Como esto significaría una enorme ampliación de la base del crédito, el Gobierno anunció la reducción de la circulación fiduciaria de 260 a 200 millones de £, aumentándose el numerario en 5 millones. Esta expansión se juzgó adecuada para el más alto nivel alcanzado por los negocios y los altos precios que se estaba obteniendo por las materias primas.-

El origen de esta operación es la necesidad de descongestionar el gran stock de oro acumulado por la Cuenta de Estabilización de Cambios, que impedía su operación en el mercado por falta de libras con que sostener la fuerte demanda provocada por el continuo influjo de fondos a Londres.-

Esto fué solo un alivio momentáneo porque el "pánico del oro" que se desarrolló entre Abril y Junio de 1937 hubo de poner nuevamente dificultades a su actuación.- Desde comienzos de su actuación la Cuenta había transferido al Banco de Inglaterra unos 200 millones de £ oro a la paridad anterior de 85 chelines la onza. Al precio medio que puede calcularse como pagado por la cuenta, aquella cifra representaba bastante más de 300 millones de libras papel.-

El "pánico del oro" tuvo origen en las conocidas declaraciones de Roosevelt de Abril de 1937, de que "Los

precios había subido demasiado". Efectivamente, los precios de las materias primas estaban alcanzando límites muy superiores a los costos de producción, y la situación presentaba todo el aspecto del momento álgido de un período de suba.

Pero aquellas declaraciones, formuladas a los periodistas que lo entrevistan cada mañana, no pueden haber tenido la intención que inmediatamente se les atribuyó. El ambiente estaba atemorizado por las frecuentes alusiones al problema del oro, a las inmensas cantidades que cada año se volcaban en los Estados Unidos, a la necesidad y al costo de esterilizarlo. No es de extrañarse que se captase en las palabras del Presidente un indicio de que el precio del oro era muy alto, y que existía intención de rebajar la base de 35 dólares la onza de fino.-

Los rumores se extendieron con toda repidez, y no hubo ninguna negativa suficientemente firme como contener el pánico que se desarrolló inmediatamente, tomando la forma de un gran desatesoramiento de metal proveniente de arcas privadas.-

No siendo la situación francesa muy segura, el destino lógico de estos fondos y del oro era Inglaterra, donde la Cuenta seguía comprando metal.-

Cuando las cantidades volvadas sobre la Cuenta llegaron a poner en peligro sus disponibilidades en libras, el Gobierno resolvió ampliar el fondo en 200 millones. El Ministro Mr. John Simon declaró después que ya en Marzo de 1937 la Cuenta tenía "muy pocas divisas extranjeras y 26.674.000 onzas de oro fino (187 millones de

libras)" .-

La ampliación decidida, seguramente de acuerdo con el Tesoro de los Estados Unidos y con la garantía de éste de que no se cambiaría el precio del metal- fué suficiente para liquidar la situación. "El pánico del oro por el momento bruscamente terminado con la decisión del Gobierno de acrecer la Cuenta de Estabilización de Cambios por 200 millones" (1)

Con este aumento de disponibilidades, aprobado en julio de 1937, los fondos de la Cuenta alcanzaban a 575 millones y el Gobierno anunció su propósito de publicar sus cuentas dos veces al año, en Junio y Diciembre, correspondiendo a las cifras al 31 de Marzo y 31 de Septiembre.-

Durante el pánico del oro, cuando el destino final del metal era indudablemente el Tesoro de los Estados Unidos, (único lugar donde tenía un precio fijo), su precio se redujo en Londres por debajo de la "paridad de embarque". El temor de que la apreciación del dólar se produjera repentinamente llevó a los propietarios de oro a preferir cierto porcentaje de pérdida, a correr el riesgo de llegar tarde con su oro a los Estados Unidos.-

Como inmediatamente de terminado el pánico del oro se produjo un movimiento inverso, de temor de depreciación del dólar, la Cuenta tuvo oportunidad de vender buena parte del metal recientemente adquirido, realizando una buena ganancia. Ya en el discurso presentado el Presupuesto 1937-38, del 20 de abril, el entonces Ministro

(1) The Banker - Agosto 1937- The Exchange Equalization Account-Pág.132.

de Hacienda, Mr. Chamberlain había declarado que, teniendo en cuenta el valor actual del oro adquirido, la Cuenta había realizado utilidades.-

El tercer período de actuación de la Cuenta, desde el Acuerdo Tripartito de 1938, ha presenciado una notable estabilidad de la £ a pesar de los variados acontecimientos ocurrido y las inmensas transferencias de divisas y metal a que dieron lugar. Estos acontecimientos han sido las varias depreciaciones del franco, el pánico del oro, el pánico del dólar subsiguiente, la repatriación de fondos a Francia durante el primer semestre de 1938, con toda su magnitud, solo ha significado una variación de 3% en el valor de la £, que ha bajado de 4.86 dólares a 4.70 y en término de oro de 140 chelines la onza a 149, (Noviembre 24 de 1938).-

Un ejemplo de la facilidad con que opera la Cuenta y las ventajas que ofrece se tuvo en Mayo último cuando en una sola semana se repatriaron a Francia capitales transitoriamente en Inglaterra que pasaban de 100 millones de libras. El cambio en £ tenido en cuenta corriente por depositantes franceses fué adquirido por la C.E.C. que dispuso del oro correspondiente para el Fondo francés.-

Naturalmente que un movimiento de tal magnitud no puede dejar de causar alguna presión sobre la moneda y el mercado del crédito, que fué subsanada por la venta de letras en el mercado abierto por parte del Banco de Inglaterra.-

La operación de la Cuenta ha dado por resultado la

acumulación de grandes stocks de oro en Inglaterra, variando la tendencia de antes de la guerra. Pero también es cierto que las responsabilidades de Inglaterra respecto a los fondos invertidos a corto plazo son diferentes.

(1) Estos fondos hubiesen elevado la cotización de la libra si no hubiese sido por la esterilización que la C.E.C. ha realizado. "Porque si la impresión común no es enteramente falsa, la cantidad de oro y divisas extranjeras que los directores del Fondo han acumulado es considerable, y en términos generales sigue creciendo. Esto debe significar que -en ausencia de tal regulación- el valor de la moneda británica, p.e. la media del año 1936 en términos de otras monedas, hubiese estado considerablemente por encima de su valor actual" (2)

7. OTROS FONDOS DE ESTABILIZACION.

Que el experimento británico ha sido considerado eficaz está demostrado por su implantación en otros países, como Estados Unidos, Francia, Holanda, Suiza, Bélgica. En todas partes se ha tenido en vista no tanto el control del movimiento de capitales, como los efectos bruscos que producen las inversiones a corto plazo, prontas a retirarse en cualquier momento, La aplicación estricta del patrón oro, y la esperanza de que sus propios efectos corregirían los desequilibrios, no tendría hoy más efectos que la del carpintero que justificara el desnivel de las patas de una mesa diciendo que las mas largas se gastarían antes, eliminando así la desigualdad. Los movimientos no

(1) Véase EINZIG P.- World Finance 1937-38, pág.284.

(2) Prof. OHLIN, BERTIL. The American Economic Review, 1937 Supplement, Pág.141 "Mechanism & Objectives of Exchange Control".-

netarios llevan en sí, efectivamente, el germen de la corrección de las posibles desigualdades. El problema es el de saber que se hace mientras esas desigualdades se corrigen.-

El Fondo Americano de Estabilización (1) se diferenciaba del inglés en la provisión de disponibilidades, que le fueron suministradas en forma de oro y con motivo de la revaluación de los stocks de la Reserva Federal en 1934. Disponía de 2.000 millones de dólares, actuando en muy pocas oportunidades en razón de la nueva estructura bancaria y a la modificación del porcentaje de encaje de los Bancos de la Reserva. En este país el Tesoro continuaba obligado a comprar todo el oro que se le presentara, al nuevo precio de \$ 35.- la onza, pero no existía igual compromiso de vender, con lo que el dólar podía depreciarse en relación a las monedas extranjeras. El Tesoro vende oro a su arbitrio, para sostener el dólar, pero solo con destino a Bancos Centrales y Fondos de Estabilización, no a particulares.-

La tendencia alcista que podía producirse por la gran emigración de capitales a América, está limitada por el precio fijo pagado en dólares por el oro. Cuando, en muy pocas oportunidades, la tendencia ha sido contraria, la cotización del dólar se ha sostenido por embarques de oro.-

El Fondo Francés de Estabilización de Cambios fue creado en Septiembre de 1936 con el producido de la revaluación del oro del Banco de Francia, asignándosele

(1) Véase Middland Bank Review-Febr.Marzo 1937 y BROIDE Julio, "El problema del oro".-

10.000 millones de francos que resultaron insuficientes en ocasión de fuerte repatriación de capitales franceses en 1937 y luego en Mayo de 1938. (1)

Para aumentar sus recursos, que consistían en oro solamente, el Fondo ha decidido tomar prestado del Banco de Francia en lugar de venderle oro. Estas operaciones se efectúan con garantía colateral del metal adquirido o con títulos públicos. En esta forma también este país ha entrado en la campaña de esterilización de oro que siguen Inglaterra y los Estados Unidos.-

El procedimiento adoptado por Francia tiene el inconveniente de incidir pesadamente sobre los recursos del Banco de Francia y a divergir los títulos públicos de sus fines normales. Para evitar esto Mr. Paul Reynaud actual Ministro de Hacienda, ha determinado seguir el método británico, proponiéndose crear en París un mercado de letras. El primer paso será la creación de un Banco con un capital de 100.000.000 que integrarán los otros bancos: Lazard Freres, Francia y Países Bajos, Comptoir, etc. (2)

Según dice Mr. Louis Pommery, en el mismo artículo, "la táctica del fondo ha sido, desde el origen, irremediablemente débil". Sin embargo es de notarse que los movimientos que tuvo que soportar fueron relativamente mucho más importantes que los de los fondos inglés o americano, con el agravante de no haber contado, como estos, con amplio apoyo y confianza pública.-

El Fondo Holandés de Estabilización trabaja en la

(1) Véase REVUE ECONOMIQUE INTERNATIONALE- Mayo 1938

(2) La Prensa. Noviembre 3/1938.

misma forma que el inglés, habiendo debido vender grandes cantidades de florines para contener la demanda. Actúa mediante la venta de papeles públicos en el mercado abierto, o tomando prestado del Banco Central con garantía de papeles públicos. Las disponibilidades de oro del Banco de los Países Bajos han aumentado de 670 millones en Septiembre de 1936 a 1400 millones en Junio de 1938 (valores oro), en razón de la vuelta de capitales holandeses emigrados.

Las tasas de intereses han llegado por la abundancia de capitales, a límites bajísimos en el mercado de Amsterdam: $\frac{1}{2}$ % de interés en las letras del Tesoro, y $\frac{1}{2}$ % en los descuentos con garantía colateral de títulos.-

8. FUTURO DE LA CUENTA DE ESTABILIZACION DE CAMBIOS.

Esta Institución ha sido el eje alrededor del cual ha girado la política monetaria inglesa desde 1931. Los propósitos tenidos en vista se han conseguido ampliamente: alza de los precios, estabilidad de la libra, moneda barata, la conversión de la deuda consolidada, el control del mercado monetario a corto plazo, el control de la especulación, la constitución de fuertes reservas en oro, la consolidación del bloque de la libra esterlina.-

La Cuenta ha llegado a alturas insospechadas en el momento de su creación. Se la creyó temporaria y su fin no se vislumbra; antes bien, se la considera como un engranaje indispensable en el manejo de la moneda, y la teoría se inclina a patrocinar un patrón oro que actúe en forma parecida a la operación actual de los cambios internacionales. "Se supone que tarde o temprano volveré-

mos al patrón oro. Pero el nuevo patrón oro requerirá cierta flexibilidad a fin de que las transferencias temporarias de capital flotante de un centro a otro no fueren a las autoridades a abandonar el nuevo patrón. La Cuenta dará esa estabilidad? (1)

Los argumentos en favor de la permanencia de la Cuenta de Estabilización de Cambios son muchos más que los que se oponen a ella. La primera objeción es que interviene en el manejo de la moneda; pero siempre se ha intervenido, por la tasa del descuento, o el encaje, o la venta de títulos y otros varios expedientes, y no hay indicios que la presente interferencia afecte más que antes los intereses privados (excepto los especulativos) o que produzca inconvenientes en el tráfico internacional.-

También se ha criticado que las operaciones de la C.E.C. signifiquen una intromisión en los asuntos de otro país, porque, efectivamente el sostén de la libra contra una tendencia alcista es al mismo tiempo un apoyo a las divisas que estén bajando. Pero esta intromisión será siempre bienvenido, y se puede esperar que las adhesiones al Acuerdo Tripartito continúen, haciendo de la estabilidad de las monedas una aspiración común de los distintos Gobiernos.-

Por estas razones es de creerse que futura política monetaria inglesa ha de tender a mantener la existencia de la Cuenta, y que este organismo, junto con los existentes en otros países, formará parte de cualquier sistema monetario internacional que llegue a convenirse.-

(1) ARGENTI, Nicholas - The Banker's Magazine, Enero 1938.

Debe destacarse que el éxito no deriva solo de la institución en sí, sino también de la eficacia con que ha sido dirigida, del importante respaldo que es el mercado financiero de Londres, de la sana política presupuestaria inglesa y de la confianza que en cuanto a su capacidad administrativa inspira el Gobierno inglés. No ha de creerse, pues, que la iniciativa pueda tener igual desarrollo circundada de déficits, con una balanza de pagos contraria, o en medio de una opinión crítica desfavorable y una emigración constante de capitales.-

Como dato ilustrativo de la opinión caracterizada de Inglaterra, pueden reproducirse las declaraciones que formulara hace muy poco tiempo el Vicegobernador del Banco de Inglaterra, Mr. B.G.Cattersn (1):

"Ha de recordarse que desde Septiembre de 1931 hemos estado experimentando un nuevo mecanismo financiero, y este es el primer esfuerzo intenso que ha tenido que soportar. Sería erróneo suponer que, como ya no tenemos patrón oro, en este mercado hemos podido actuar con entera independencia de los efectos y opiniones y de la suerte de otros pueblos. Londres sigue siendo aún el primer mercado internacional en materia de valores, y como tal es particularmente vulnerable en una crisis del carácter de la que hemos soportado recientemente. De ahí que cause cierta satisfacción que mientras que hubo movimientos algo violentos en varios mercados, poco o ningún indicio se ha registrado de inestabilidad o falta de solidez, y podemos estar agradecidos de que haya sido así.-

(1) LA NACION - "Las finanzas de Gran Bretaña en el período crítico", Octubre 6 de 1936.-

C A P I T U L O V

EL BANCO INTERNACIONAL DE AJUSTES

- 1. El Banco Internacional de Ajustes.- 2. Plan Young.-
- 3. Anuncio preliminar de una organización.- 4. Origen - Cooperación - Reparaciones.- 5. Estatutos - Capital - Operaciones.- 6. Utilidades.- 7. Balances. Activo - Pasivo.-
- 8. Memorias.- 9. La labor del B.I.de Ajustes.- 10. La política del Banco e Inglaterra.-

1. Esta organización, nueva, sin antecedentes, cuya existencia permanece seminebulosa aún para muchos iniciados en materia económica, constituye un loable experimento en pro de las buenas relaciones económicas internacionales. Su característica más notable es que habiéndose podido dejar llevar por el impulso de pretender corregir todos los males económicos que afligen las vinculaciones monetarias, bancarias y de crédito entre los diversos pueblos, se ha circunscripto a procurar por todos los medios el mantenimiento de la buena armonía entre los países que constituyeron el "bloque del oro" con los del "bloque de la libra esterlina" y los que tenían impuesto un rígido control de cambios como Alemania e Italia.-

Esta armonía ha evitado una lucha económica cuyos límites no nos es dado adivinar, pero que puede entreverse por las murallas aduaneras que levantaron todos los países entre 1931 y 1933.-

La crisis impidió el desarrollo que en mejores circunstancias hubiese alcanzado el Banco Internacional de Ajustes. El abandono imprevisto del patrón oro por Inglaterra, creó un cierto alejamiento con la Institución que

perdió así parcialmente el respaldo del país financieramente más poderoso. Este, a su vez, se vió influenciado por este aislamiento, al remodelar su política monetaria.-

2. PLAN YOUNG.

El Plan Dawes de Reparaciones de 1924 se había cumplido solo artificialmente; entre noviembre de 1925 y abril de 1927, treinta meses, Alemania había tenido una balanza comercial desfavorable de £ 160.000.000 y había efectuado pagos en concepto de reparaciones por £ 150.000.000. Este se había financiado con préstamos obtenido en Estados Unidos por unos £ 200.000.000, pero al comenzar el alza de los títulos en Norte América, este mercado dejó de prestar a Alemania y la situación demostró pronto, ser insostenible.-

En 1929 se designó un Comité de Expertos bajo la presidencia de Mr. Owen D.Young para revisar la cuestión de las reparaciones, el que presentó su informe a mediados de 1929. Posteriormente se realizaron dos conferencias en La Haya, agosto 1929 y enero 1930 en las que los representantes de Alemania y los países acreedores llegaron a un acuerdo, cuyos cuatro principales puntos fueron los siguientes:

1. A Alemania le era levantada la quiebra y la responsabilidad correspondiente. Se abolía el control extranjero y se aceptaba la palabra de Alemania de que se efectuarían los pagos.-
 2. Se transformaba la deuda de política a privada median
-

te la emisión de empréstitos en los países acreedores y la entrega del resultante a los respectivos Estados.-

4. Se creaba el Banco Internacional de Ajustes con sede en Basilea, al cual deberían serle pagados las anualidades y quien debería distribuir las entre los acreedores.-

El Plan Young tuvo poco tiempo de vida porque la pobreza alemana era muy grande y pronto la crisis de 1931 vino a hacer imposible su cumplimiento. Solo los servicios de los empréstitos denominados Dawes y Young continuaron siendo pagados, habiéndose suspendido el pago de anualidades por reparaciones a partir de la moratoria de Hoover de junio de 1931.-

El Banco Internacional de Ajustes fué la contribución más duradera del Plan Young.-

3. ANUNCIO PRELIMINAR DE UNA ORGANIZACION.

El Comité de Expertos de París formuló en 1929 (marzo 9) una declaración con el título de "Plan Sugerido para un Banco de Pagos Internacionales" en la que se daban los lineamientos generales de un Banco Internacional para que se hiciera cargo de las reparaciones y, mientras se liquidaban las organizaciones a tal efecto de la postguerra, se crearon otras, más convenientes para tiempo de paz. "La sustitución del armazón político por uno financiero -decía- debe llevar la liquidación de las obligaciones internacionales de Alemania de la discusión política a las formas ordinarias de negocios que caracteri-

zan el tiempo de paz".

Debía servir de conexión entre deudores y acreedores, financiando las entregas en productos, cooperaría y crearía cooperación entre los Bancos Centrales, actuaría de clearing internacional, pero siempre evitando de competir con las instituciones existentes. También se quería señalar que no sería un Super-Banco ni ejercería influencia excluyente sobre sus afiliados, aspirando a la unidad en política monetaria, la vuelta al patrón oro y la estabilización financiera; suplementaría más que duplicaría los bancos en funcionamiento.-

4. ORIGEN.

Dos razones fundamentales dieron origen al que luego fué el Banco Internacional de Ajustes de Basilea. La primera fué el deseo de canalizar la cooperación ya existente entre los distintos bancos centrales en algo permanente y eficaz. La segunda razón fué la necesidad de regularizar los pagos internacionales resultantes de las reparaciones de guerra, quitándoles lo que tenían de afrentoso para la dignidad política de Alemania y de incumplibles para su posibilidad económica.-

La cooperación entre los Bancos Centrales comenzó a partir del fin de la guerra y con motivo de los varios esquemas de reconstrucción y reparaciones que tuvieron lugar. Especialmente el Banco de Inglaterra, y también el Banco de Francia, habían prestado apoyo técnico y financiero a los países menores a efecto de restaurar la estabilidad monetaria. La Liga de las Nacio-

nes había obtenido amplio éxito en el Empréstito de Reconstrucción concedido a Austria, que le había permitido llegar a la estabilización de su moneda. La difícil situación de Alemania después de la bancarrota de 1923 fué aliviada por el apoyo de varios bancos centrales.-

La cooperación se extendió a Hungría, a varios países balcánicos y aún a Estados Unidos, Egipto y el Japón, a veces por intermedio del Comité Financiero de la Liga de las Naciones y en ocasiones por los Bancos Centrales independientemente. Gracias esto, en 1923 casi todos los países habían reingresado al patrón oro.-

Esta cooperación, siempre bienvenida, no dejó por eso de dar lugar a críticas en los países ayudados, cuando las imposiciones de los bancos prestamistas obligaron a adoptar métodos especiales, a veces en contraposición con las características de los países beneficiados. Tal ocurrió por ejemplo con los Bancos Centrales de Bulgaria y Estonia, por la insistencia en que fueran controlados por los intereses privados de lugar de serlo por las autoridades. En otras oportunidades ciertos Bancos Centrales ocurrieron a bancos particulares por no estar de acuerdo con las exigencias de los nacionales consultados en primer término.

"Se ha dicho, y no sin razón, que los principios del Comité Financiero de la Liga de las Naciones -inspirados en gran parte en Threadneedle Street- eran demasiado dogmáticos y no tomaban en consideración la diferencia entre los países que estaban o no financieramente desarrollados." (1)

(1) Einzig, Paul. The Bank for International Settlements, Pág.16.-

Por estas razones era preferible la existencia de una entidad independiente, internacional, y que no pretendiera imponer la sujeción que había sido característica de muchos de los convenios financieros alcanzados. Evitaría así todo signo de humillación para los países que requiriesen apoyo, y además, la intromisión de un determinado país, por intermedio de sus finanzas, en la política o relaciones exteriores de otro.-

Era también necesaria la cooperación entre los bancos centrales para llegar a una regular distribución del oro producido anualmente. Ya se había notado una lucha grave en este sentido, que impedía el funcionamiento normal del patrón oro, habiéndose llegado a un acuerdo extra-oficial en el sentido de que el Banco de Inglaterra adquiriría todo el oro procedente de Sud-Africa para redistribuirlo entre las naciones que lo solicitaran. También existía acuerdo en no retirar oro mutuamente entre los Bancos centrales, sin previo consentimiento de las partes interesadas; y en que los depósitos de divisas extranjeras serían efectuados exclusivamente en otros Banco Centrales.-

Otra especial razón por la cual era requerida una cooperación más estrecha residía en la necesidad de contacto personal entre los directores de los diversos Bancos Centrales, y sin que sus entrevistas dieran lugar a comentarios sospechosos de la prensa financiera, que siempre había visto en ellas el anticipo de algún empréstito, o el índice de alguna situación grave.-

El Banco Internacional de Ajustes vendría a satisfacer todas estas necesidades en forma más práctica, haciendo de la cooperación un algo sistemático, permitiendo la reunión periódica de miembros de las distintas entidades nacionales, estableciendo una organización administrativa central con disposiciones que, aunque solo tienen fuerza moral, son aceptadas de buen grado por los participantes. Aceptar estas disposiciones no tiene el carácter humillante de hacerlo con una cantidad y un país determinado.-

La provisión de estadísticas y toda clase de informaciones, y la facilidad de convenir las operaciones mutuas son conveniencias destacadas que la institución del Banco Internacional de Ajustes ha permitido.-

El problema de la transferencia de las reparaciones tenía también considerable importancia en el mercado monetario y en la estabilidad de las divisas. Las indemnizaciones fijadas por el Tratado de Versalles habían resultado un desastre para Alemania como para sus acreedores, tanto por su monto como por la poca practicidad de los métodos adoptados. El Plan Dawes de 1924, convenido luego de la ocupación del Rhur y de la bancarrota de 1923, había permitido en cierto modo la liquidación de las cuotas vencidas, pero con el antecedente que desde 1924 hasta 1929 habíasele prestado a Alemania grandes cantidades. Es decir, Alemania estaba pagando sus deudas con nuevas deudas. Si desde el pun-

to de vista económico era necesario buscar una mejor solución, del punto de vista político era menester considerar a Alemania como algo enteramente diferente de la potencia de segundo orden, no solo vencida sino humillada, en que se la había tenido. Esto era necesario para la terminación de la guerra incruenta que aún seguía, y para el funcionamiento normal de la Liga de las Naciones, cuyo ascendiente no podía ser completo mientras se mantuviera a ciertos países en condiciones de desigualdad.-

El Banco Internacional de Ajustes podía muy bien llegar a ser la institución apolítica, internacional, incluyendo países neutrales y con facilidades técnicas y financieras, capaz de efectuar la transferencia de los pagos debidos por Alemania, con el menor sacrificio para este país, y el menor trastorno para la estabilidad de los cambios al evitar las fluctuaciones bruscas a que daba lugar anteriormente cualquier amplio movimiento de divisas.- Si la estabilidad de los cambios y la unidad de política monetaria podían ser obtenidas en alguna forma, no podía ser dejando de lado el problema de las reparaciones.-

Que la única solución práctica de las reparaciones era su anulación se vió pocos años después, y es de desear que su ejemplo advierta a los países que tan to por aquel como por otro concepto son acreedores, que solo puede obtenerse el pago de deudas internacionales

por el libre comercio y la aceptación de servicios y mercaderías.-

5. ESTATUTOS

Los Estatutos del B.I.S. fueron redactados por el Comité Organizador de Baden-Baden, establecido por la Conferencia de La Haya, y que se reunió en Octubre de 1929. Las bases indicadas por el Plan Young fueron apenas modificadas, y solo en aquellos puntos luego se encontraron fundadas.

El nombre del Banco, que originariamente se propuso "Banco Internacional de Pagos", fué definitivamente establecido como "Banco Internacional de Ajustes" que se avenía mejor con la extensión de sus operaciones.-

Se declaran fines de la institución el de proveer facilidades adicionales para las relaciones financieras internacionales y el de ayudar al cumplimiento y desarrollo del Plan Young.

El Banco tendrá su asiento en Basilea, Suiza, lugar elegido por la facilidad de las comunicaciones, la neutralidad del país, y su relativo poder financiero. Londres, París, Amsterdam y Bruselas hubieran querido obtener la sede de la Institución, pero las rivalidades que aparecieron en el Comité hicieron que se fijara un lugar que, aunque no tan conveniente para el Banco por tratarse de una plaza limitada, por lo menos no acrecentaba el poder de algún presunto competidor como era Londres para París, o Bruselas para Amsterdam y viceversa.-

El capital se fijó en 500 millones de francos suizos oro (145.161.290,32 gr. de oro), de los cuales 100 millones deberían estar suscritos y realizados al iniciarse las operaciones. Se divide el capital en 2 500.000 acciones de igual valor y puede ser aumentado por resolución del Directorio.-

El monto del capital suscrito y realizado ha tenido la siguiente evolución:

<u>Capital autorizado</u>	Frs.suizos	500.000.000
<u>Capital realizado:</u>		
Marzo 31, 1931	Frs.suizos	77.500.000
1932	"	108.500.000
1933	"	125.000.000
1938	"	125.000.000

Primitivamente los bancos centrales de siete países tomaron parte en el Comité Organizador, que debían estar representados sobre bases de igualdad:

Banca de Italia, Roma.....	16.000 acciones
Banco de Inglaterra, Londres.....	16.000 acciones
Banco de Francia, París.....	16.000 acciones
Banco Nacional de Bélgica, Bruselas..	16.000 acciones
Reichsbank, Berlín.....	16.000 acciones
Un grupo de 14 bancos japoneses, encabezados por el Banco Industrial del Japón.....	16.000 acciones
Un grupo americano: Morgan, First Na tional de Nueva York y First National de Chicago.....	16.000 acciones

Estos siete países se tenían el 56 % del capital y aunque les estaba permitido transferir sus acciones al público (como lo hizo el Banco de Francia) retenían a pesar de ello, sus asientos en el Directorio y su derecho al voto.-

El Directorio está provisto de amplios poderes,

que incluyen aún la reformar de los estatutos, siempre que no afecten el Plan Young. Todos los directores deben residir en Europa o estar en condiciones de atender las reuniones regularmente; no pueden ocupar cargos públicos en sus respectivos países, con lo que se evitaban las influencias políticas.-

Los siete países iniciadores del Banco, aunque tienen el 56 % de las acciones, obtienen 16 de los 25 miembros del Directorio, o sea un 64 % de los votos y la Presidencia. Pero hay que tener en cuenta que todas las resoluciones deben ser adoptadas por 2/3 de votos, y que difícilmente se encontraron los 7 países grandes de acuerdo contra los países menores en algún asunto de importancia.-

No es necesario ser banquero para ser Director y pueden incluirse representantes del comercio y la industria.-

Además de los 7 bancos iniciales, se han adherido al Banco la mayor parte de los bancos centrales europeos:

De Nederlanddsche Bank, Amsterdam	4000 acciones
Banco Nacional Suizo, Zurich	4000 "
Sveriges Bank, Estocolmo	4000 "
Banco de Danzig, Danzig	4000 "
Banco de Finlandia, Helsingfors	4000 "
Banco de Grecia, Atenas	4000 "
Banco Nacional de Austria, Viena, (ahora absorbido por el Reichsbank)	4000 "
Banco Nacional de Bulgaria, Sofia	4000 "
" " " Dinamarca, Copenhague	4000 "
" " " Rumania, Bucarest	4000 "
Banco Polaco, Varsovia	4000 "
Magyar Nemzeti Bank, Budapest	4000 "
Naradul Banka Ceskoslovenska, Praga	4000 "

Banco de Estonia, Tallinn	100 acciones
Banco de Latvia, Riga	500 "
Banco de Lituania, Kovno	500 "
Banco Nacional de Albania, Roma	500 "
Banco de Noruega, Oslo	4000 "
Banco Nacional de Yugoslavia, Belgrado	4000 "

El Banco Internacional de Ajustes está autorizado a realizar operaciones similares a cualquier otro banco, sujeto a las limitaciones incluidas en los Estatutos y al veto de los Bancos Centrales de cada país en cuanto se refiera a operaciones en su moneda o dentro de sus límites. Este veto se ha autorizado para prevenir que el Banco Internacional de Ajustes se convirtiera en un competidor indeseable dentro de la esfera de acción de los miembros.-

Puede recibir depósitos de cuenta de anualidades, depósitos ordinarios de los Bancos Centrales, depósitos a cuenta de "clearing" de los Bancos Centrales, oro, depósitos en conexión con las reparaciones, y un depósito especial del Reichsbank y del Banco de Francia. Tiene derecho a pagar interés sobre depósitos no sujetos a retiro salvo con preaviso de un mes.-

El Banco puede vender o comprar oro amonedado en barras. Puede "marcar" oro en depósito para Bancos Centrales, previéndose un futuro "clearing" internacional. Puede operar con letras de cambio u otras operaciones a corto plazo; redescantar letras presentadas por los Bancos Centrales; comprar y vender títulos a largos plazos (excepto acciones); emitir obligaciones con garantía colateral de inversiones en Alemania.-

Con respecto a las reparaciones, el Banco atiende los servicios del Empréstito Externo alemán de 1924, Plan Dawes y Plan Young, las entregas en especie; estudia las condiciones económicas de Alemania en cuanto a su capacidad de pago (esta función ha desaparecido en la actualidad) estando todas estas operaciones perfectamente delineadas, contrariamente a lo que ocurre en cuanto al Departamento Bancario, que tiene amplias facultades para tomar la iniciativa.-

Los Estatutos incluyen una lista de operaciones que el Banco no puede realizar: no puede emitir billetes propios, no puede tratar negocios de aceptación o financiación (aunque en la práctica y a pedido de los bancos interesados ha efectuado algunos), ni tener relaciones directas con los gobiernos salvo en lo que se refiera a las reparaciones, como también le está prohibido hacer préstamos a los Gobiernos, pero puede descontar papeles públicos a corto plazo.-

No puede adquirir el control de negocios en ningún país, ni propiedades inmuebles que no estén destinados a su uso particular.-

El Banco no tiene obligación de mantener un determinado encaje, pero los estatutos indican la necesidad de mantener la liquidez de sus recursos. Recalcan el carácter internacional del Banco y el deseo de incluir entre sus miembros el mayor número posible de Bancos Centrales de países que hayan estabilizado su moneda. La caída del patrón oro en todo el mundo después de la

gran crisis de 1931 redujo indudablemente las perspectivas de expansión del Banco.-

Al tiempo de su fundación los fines "bancarios" de la institución incluían la asistencia financiera a los países deseosos de volver al patrón oro, y la ayuda momentánea en caso de dificultades para mantenerlo en aquellos que ya tuvieran su moneda estabilizada; el establecimiento de un "clearing" internacional del oro para evitar movimientos innecesarios del metal y la obtención regular de información monetaria y financiera de todo el mundo.-

Como se apreciará más adelante, la situación no ha permitido que el Banco pudiese prestar los servicios considerables que le estaban destinados y que son tan necesarios para la reconstrucción del tráfico internacional de capitales y mercaderías.-

Los estatutos exigían que los bancos suscriptores estuviesen en el momento de la suscripción, bajo el patrón oro.-

6. UTILIDADES.

El capítulo VI trata de las cuentas y utilidades. Los balances son revisados por los contadores públicos ingleses Price, Waterhouse & Co. y se publican anualmente conjuntamente con una memoria. Las utilidades netas se aplican en la siguiente forma (art.53):

a) 5% a un fondo de reserva llamado fondo de Reserva Legal hasta que llegue al 10% del capital realizado.

b) Del remanente se pagará un dividendo del 6% anual a las acciones en proporción al capital pagado; este dividendo será acumulativo.

c) Si resultara un residuo, con el 20% del mismo se abonará un dividendo ulterior hasta del 6 % sobre el capital pagado, que no será acumulativo, pero el Directorio podrá constituir con este importe un Fondo de Reserva para Dividendos.

d) De lo que restara no distribuido, la mitad se llevará a un Fondo General de Reserva hasta que iguale al capital realizado. Con posterioridad, un 40% será aplicado igualmente hasta que doble el capital pagado; 30% hasta que lo triplique, 20% hasta que llegue a 4 veces ese mismo capital, 10% hasta 5 veces y de allí en adelante 5%.-

e) La otra mitad, o el neto resultante, se distribuirá como sigue:

I) Hasta el 75% a los Gobiernos, o banco centrales de Alemania y de los países que tengan derecho a las anualidades del Plan que mantengan depósitos no exigidos hasta los 5 años de efectuados o después de 4 años con aviso no menor de un año.

II) 25% como sigue:

Si Alemania mantiene un depósito a largo plazo tal como el especificado en I, no menor de 400 millones de Reichsmarks, este 25% irá a un fondo especial para ayudar a pagar a Alemania las últimas 22 anualidades del Plan.

Si Alemania depositara una suma inferior este fondo se reducirá en proporción e irá a aumentar el 75% en (I).-

El Fondo General de Reserva será utilizado para cubrir pérdidas sufridas por el Banco, pudiéndose ocurrir subsecuentemente al Fondo de Reserva Legal.-

De acuerdo con lo expuesto en el Acuerdo de La Haya, los fondos, utilidades y operaciones del Banco han sido exentos de impuestos por el Gobierno de Suiza.

7. BALANCES.

Los balances que se publican anualmente contienen los siguientes rubros en el Activo.

I "Oro en barras" a partir de 1934, por la existencia de metálico, que en gran parte corresponde a la

- contrapartida de "Depósitos a la vista (oro)" en el Pasivo; y "Caja", por sus existencias en francos suizos, que incluye depósitos en otros bancos.
- II "Fondos a la vista" colocados a interés.
- III "Letras y Aceptaciones" descontadas, incluyendo papeles comerciales y letras de Tesoros Públicos.
- IV "Depósitos a término", a interés, incluyendo: I. Créditos a Bancos Centrales. II Otros fondos que no excedan 3 meses.
- V "Letras Varias e Inversiones" incluyendo: I. Inversiones hasta 3 meses de plazo. II. Entre 3 y 6 meses. III. Más de 6 meses.-
- VI "Otras inversiones", incluyendo propiedades e inversiones varias.
- En el Pasivo se encuentran los siguientes rubros:
- I "Capital" que ya ha alcanzado a 125 millones.
- II "Reservas" que en la memoria al 31 de marzo de 1938 importan 232 millones.-
- III "Depósitos a largos plazos" comprendiendo: I. Cuentas de anualidades. II. Depósitos del Gobierno Alemán y III. Depósito del Gobierno Francés.
- IV "Depósitos a corto término y a la vista" que incluye: I. Banco Centrales por cuenta propia, a la vista, y no excediendo 3 meses. II. Bancos Centrales por cuenta ajena, a la vista, y no excediendo tres meses, y III. Otros Depositantes, con la misma discriminación.
- V "Varios"
- VI "Depósitos a la vista (oro)" que incluye los de-

pósitos que por comodidad y cómo de su pertenencia mantienen en oro los Bancos Centrales.

VII "Utilidades".

El siguiente cuadro permite hacer un estudio de la evolución de las cifras de los balances desde el primer ejercicio hasta marzo de 1938:

EN MILLONES DE FRANCO SUIZOS

<u>PASIVO</u>	<u>1931</u>	<u>1932</u>	<u>1933</u>	<u>1934</u>	<u>1935</u>	<u>1936</u>	<u>1937</u>	<u>1938</u>
Capital	103.2	108.5	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0	125.0
Reservas	-	3.8	9.4	13.7	17.3	20.9	22.1	23.2
Depósitos a largo plazo								
1. Cuenta de Anualidades	154.9	153.8	153.6	153.5	154.3	154.3	153.2	153.1
2. Dep.Gob.Alemán	77.4	76.8	76.8	76.8	77.1	77.2	76.6	76.6
3. Dep.Gob.Francés	68.9	68.6	66.5	40.9	61.9	61.9	42.8	28.6
" " (Saar)					2.9	2.0	1.4	0.9
Depósitos a Término y a la Vista.								
Bancos Centrales:s/ctas.								
A la vista	311.0	463.0	254.8	42.6	23.7	26.0	24.1	44.8
Menos de 3 meses	495.1	145.2	196.9	108.1	108.0	113.3	105.5	127.4
Entre 3 y 6 meses	5.7	-	-	-	-	-	-	7.0
Bancos Centrales:Cta. agena.								
A la vista	292.2	68.2	13.3	9.4	22.8	11.3	4.2	3.3
Menos de 3 meses	355.7	-	-	-	2.9	3.0	-	-
Entre 3 y 6 meses	5.3	-	-	-	-	-	-	-
Otros depositantes	14.0	15.2	6.6	1.1	4.3	0.9	0.2	2.2
Depósitos a la vista (oro)				28.2	10.9	19.1	23.3	9.6
Varios	6.6	15.2	21.5	55.2	36.5	36.7	31.3	33.3
Utilidad	11.2	15.2	14.1	13.0	13.0	9.2	9.1	9.0
	<u>1.901.1</u>	<u>1.126.0</u>	<u>940.6</u>	<u>667.5</u>	<u>659.8</u>	<u>660.8</u>	<u>618.8</u>	<u>644.0</u>

EN MILLONES DE FRANCO SUIZOS

ACTIVO	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
I. Oro en barras	-	-	-	28.2	11.0	24.2	45.1	20.9
Caja	7.2	14.2	11.4	2.8	2.6	9.6	25.6	22.2
Depósitos a la vista	186.3	74.4	52.5	14.4	15.5	13.0	26.5	15.8
Letras y aceptaciones								
Comerciales	471.4	473.6	275.2	157.1	148.5	150.3	101.3	126.8
Estaduales	138.1	136.7	257.5	192.1	214.0	188.3	130.7	102.8
Depósitos a término								
No excediendo 3 meses	850.7	206.5	185.7	41.2	37.5	36.0	27.0	52.4
Entre 3 y 6 meses	12.8	-	-	-	-	-	1.7	1.5
Letras varias e Inversiones	222.7	210.9	150.4	222.0	220.3	226.8	259.4	300.5
Otras inversiones	12.0	9.7	7.9	9.1	10.5	12.6	1.4	1.2
TOTAL	1.901 .1	1.126.0	940.6	667.5	659.8	660.8	618.8	644.0

8. MEMORIAS.

La memoria que el Banco Internacional de Ajustes está obligado a presentar a sus miembros es un documento de indudable interés y autoridad, desde que sus vistas reflejan la opinión aunada o predominante de sus directores en materia de moneda y política del crédito.

Generalmente contiene un análisis de la situación monetaria mundial, los movimientos del oro, la estabilidad de los cambios, la situación económica general y los principales hechos que han tenido particular influencia en el dominio bancario durante el año que se revista.

Como Anexos, la memoria agrega una nómina de instituciones adheridas, el personal, el balance general, la cuenta de Pérdidas y Ganancias y su distribución; diversos cuadros y gráficos referente al activo y pasivo del banco y a las tasas de descuento, y todas las informaciones referentes a su actuación como fideicomisario de los pagos por reparaciones.-

La Memoria al 31 de Marzo de 1931 traslucía el optimismo creado por la marcha ascendente del Banco en su primer año de vida. "El Banco ha resultado una organización cuya principal actividad, entre otras, es actuar como centro de reserva para las disponibilidades en divisas extranjeras de aquellos bancos que tienen a su cargo la responsabilidad del mantenimiento estable de los cambios... ofreciendo ventajas... para la rápida conversión de una moneda a otra y permitiendo facilidades adicionales para las operacio-

nes financieras internacionales y los movimientos de capital, que se espera desarrollar aún más (1).-

De acuerdo con el Informe de un Comité especialmente designado al efecto, se decidió a emplear entre 100 y 150 millones de francos suizos en operaciones destinadas a promover el comercio exterior, por medio de créditos de plazo mediano. Estos créditos se concederían solo por intermedio de los respectivos Bancos Centrales o por las Agencias locales especializadas en este tráfico.

Las facilidades para la reunión de expertos y banqueros dice la memoria dieron lugar a un estudio común de los problemas atinentes a la estabilidad de las divisas, el control del volumen del crédito, la política de descuentos, la influencia de la tasa oficial sobre la tasa del mercado abierto, y a las varias regulaciones que conciernen a la convertibilidad de una moneda en otra.-

Por su intermedio varios Bancos Centrales estuvieron dispuestos a aceptar metal de 900/1000 de fino, lo que hizo posible aprovechar las existencias de oro amonedado para las transferencias internacionales.

La Segunda Memoria correspondiente al año terminado el 31 de marzo de 1932, está influenciada por la profundización de la crisis general y el abandono inglés del patrón oro. El Banco se vió hondamente afectado por la moratoria Hoover desde que se le retiraba buena parte de los fondos a su disposición

y por el deseo de liquidez universal que produjo cuantiosos retiros de divisas. Sin embargo, dice esta memoria "es una satisfacción comprobar que la utilidad y el uso del Banco Internacional de Ajustes como centro de información, de consejo y de acción financiera conjunta han sido muy amplios durante el período de crisis". (1)

Durante el año se notaron tres períodos. Hasta la "Moratoria Hoover" el Banco continuó la política del año anterior, de reconstrucción y expansión, concediendo un crédito de £ 3.000.000 al Banco de España y estableciendo contacto con Yugoslavia y Portugal a efectos de buscar la incorporación de estas divisas al patrón oro.- La tendencia general fué de ayudar a invertir a largo plazo los fondos invertidos a corto término con suma abundancia.-

Los acontecimientos no respondieron a los propósitos en vista, y, según la memoria, la Moratoria Hoover servió más para crear desconfianza y presión sobre los depósitos en los países afectados que para aclarar la situación. El Banco Internacional de Ajustes se vió precisado a conceder urgentes créditos de emergencia a los Bancos centrales de Hungría, Austria, Alemania, Yugoslavia y Danzig. Luego organizó el crédito conjunto de 100 millones de dólares al Reichsbank y de 26 millones a Hungría, en los que intervinieron 12 bancos centrales, limitando así los efectos de pánico que la crisis llevaba en sí misma.-

(1) Second Annual Report - Pág.6.-

El tercer período comienza con la caída de la libra "que demostró que la sola concesión de crédito es insuficiente para sobrepasar las dificultades o para mantener las monedas frente a la rápida corriente de retiros de capital". (1) Al reconocer el desarrollo de la deasmoralización y lo inadecuado de la concesión adicional de nuevos créditos a corto plazo, el Banco se vió obligado a rehusar nuevos pedidos de crédito formulados por los varios Bancos centrales.-

Las consecuencias inmediatas de la caída de la libra fueron la rápida conversión de las divisas en oro y el abandono del patrón oro por varios países. La memoria las considera "sin paralelo en su rapidez".- Los depósitos de los bancos centrales en Basilea disminuyeron de 870 millones de francos suizos en agosto 1931, a 464 millones en diciembre 31 de 1931, para luego aumentar hasta 608 millones en marzo 31/1932.-

El Banco recibió garantías de 13 bancos centrales respecto del riesgo de pérdida que pudiera incurrir por depreciación de las respectivas monedas, lo que en gran parte le facilitó la continuación de las operaciones en dichos cambios.-

El análisis del año terminaba así:

"Los acontecimientos del segundo año fiscal han demostrado hasta que punto nuestros sistemas monetarios, ya sean pequeños o grandes, han resultado interdependientes, y como el internacionalismo en asuntos monetarios no es solo una teoría o una deseable evolución sino un hecho evidente. La marea de incertidumbre y temor que ha hecho peligrar varias monedas nacionales y algunos sistemas bancarios, originóse en Austria, pasó rápidamente a Hungría y Alemania, y después de devastar estas regiones

(1) Second Annual Report -Pág.9.-

fluyó hacia Gran Bretaña y los países Escandinavos, arrasando sus divisas y llegó luego a los Estados Unidos, llevando consigo extraordinarias demandas sobre el oro y el sistema del crédito de este país. Efectos de tal amplitud, que pronto se extendieron también al Japón, solo puede haber ocurrido por la esencial unidad existente en las finanzas internacionales y en la relación monetaria, que ignora fronteras geográficas y políticas. Y esta interdependencia no se confina solo al campo de las finanzas sino que penetra profundamente en la entera estructura económica de los países. Los índices de producción, ocupación, comercio y utilidades muestran en forma sorprendente las mismas tendencias en cada país del mundo. Toda la evidencia obtenible lleva a la conclusión de que cualquier esperanza de que un país puede obtener por sí solo prosperidad apartándose del resto del mundo estaría fundada en muy inseguras bases". (1)

La memoria analiza luego los movimientos de oro durante el año, que afectaron al Banco solo en grado secundario; la situación internacional del crédito a corto término y sus resultados; la Moratoria Hoover y la cooperación interbancaria.

La Memoria del año 1933 caracterizaba el año 1932 por "la rápida extensión de condiciones caóticas en el sistema monetario internacional" y transcribía la resolución del Directorio, unánime, que al fijar la posición del Banco frente a los hechos ocurridos, declarando que, en último análisis, "el patrón oro continúa siendo el mejor mecanismo monetario utilizable" y que es en consecuencia deseable preparar todas las medidas necesarias para su reestablecimiento internacional.-

El Banco tendría, continúa la memoria, un rol sumamente útil en la adopción de tales medidas y en asistir al funcionamiento normal del patrón oro, porque este no lo haría mejor en el futuro que en el pasado si la anarquía y el individualismo que había caracteriza-

(1) Second Annual Report - B.I.A. - Pág.10.-

do el período anterior subsistían.-

Las operaciones del Banco durante el año se extendieron en cuanto a las funciones específicamente bancarias, y limitándose las referentes a las reparaciones, unas suspendidas, otras resueltas en un trabajo de rutina.

La Conferencia de Lausana es uno de los acontecimientos destacables del año por cuanto demostró la buena voluntad de los acreedores en el sentido de buscar la mejor solución posible para el problema de las reparaciones, con lo que se removía una de los principales obstáculos para la reconstrucción económica.- Destaca también la memoria la enorme reducción de las deudas internacionales, los grandes esfuerzos realizados en todos los países para llegar a balancear gastos y entradas, tanto públicas como privadas.-

Los movimientos del oro durante 1932, han sido analíticamente estudiados en la memoria, ocupándose también de la tendencia a la baja de las tasas de descuento. Durante este año suspendieron el patrón oro numerosos países, cerrándose el año fiscal con el cierre bancario temporario de los Estados Unidos. Se reproducía un párrafo de la memoria del Banco de Francia respecto al posible retiro -que calificaba de normal- de los fondos invertidos en Francia a corto plazo, recalcando su apoyo a la política monetaria francesa. Al referirse a los acontecimientos en Inglaterra, dice, respecto de la Cuenta de Estabilización de Cambios, lo siguiente:

"Aunque algunos de los movimientos mayores del cam-

bis no han sido evitados, las operaciones de la Cuenta han tenido por ciertos períodos el efecto de mantener una relación más estable entre la libra y las monedas ligadas al oro, a los tipos a que el Fondo compró y vendió cambio extranjero".-

Agrega luego que una "competencia en depreciación" llevaría más allá aún el desorden en las relaciones comerciales y financieras, y complicaría las funciones de la próxima Conferencia a reunirse en Londres para tratar de solucionar los problemas mundiales.-

La Declaración de la Conferencia de Lausana, otro acontecimiento importante del año, "alteraba considerablemente la esfera inmediata de operación del Banco" permitiéndole concentrarse en la promoción de las buenas y eficientes relaciones bancarias internacionales.-

En toda oportunidad el Banco mantuvo sus principios de adhesión al patrón oro, urgiendo a los países que lo habían abandonado a buscar las condiciones necesarias para reestablecerlo.-

La Cuarta Memoria, correspondiente al año terminado el 31 de marzo de 1934, destaca claramente la importancia del Banco Internacional de Ajustes como organismo central de regulación monetaria y bancaria, mientras va perdiendo consideración su función de regulador de transferencias provenientes de las reparações.-

El período presenció innumerables acontecimientos de importancia vinculados con la política monetaria nacional e internacional, derivados de los experimentos gubernamentales y de los análisis científicos a que diera lugar el estudio de la gran crisis y la búsqueda de medios para sobrepassarla.-

Los Estados Unidos, luego de un momentaneo cierre de todos los bancos del país que sigue al embargo del oro, abandonan el patrón oro, inician una serie de experiencias monetarias, cambian profundamente la estructura bancaria y del Sistema de la Reserva Federal, devuelven el dólar y vuelven al patrón oro calificado. La Memoria califica estos movimientos de "dramáticos" asignándole importantes repercusiones mundiales.-

La Conferencia Económica de Londres, a pesar de las esperanzas que todo el mundo ha puesto en ella, fracasa, en parte por desacuerdo en los principios fundamentales (especialmente sobre la rápida estabilización de las monedas), y en parte, estando de acuerdo en los principios, por disparidad en cuanto a los medios conducentes (mejora de la situación económica).-

Como consecuencia se forma, en el campo monetario, un "bloco oro" que componen los países que aún mantienen su moneda dentro del patrón metálico: Francia, Italia, Suiza, Bélgica, Holanda y Polonia, y que aspira a mantener el sistema y a practicar una estrecha colaboración.-

Se desarrolla un agudo nacionalismo económico, y en el campo internacional lo que la Memoria califica de "movimiento retrógrado": mayor moratoria, mayor atesoramiento de metal; mayor transferencia de saldos en divisas extranjeras hacia la moneda propia o convertidas en oro por los bancos privados y centrales; completa limitación en los préstamos al extranjero y una ulterior contracción en el volumen de los préstamos a corto plazo.-

En contraposición, se notan marcados adelantos en la esfera interna de los distintos países, y aparece, según el criterio del Banco, como el mejor camino para liquidar la crisis el paso por una era de nacionalismo económico, en que cada país se imponga liquidar el pasado y reconstruir la economía nacional por su propio esfuerzo aislado.-

El comercio interno y la producción industrial de numerosos países dan muestras de mejoramiento, se ve declinar la desocupación, aumenta el consumo y mejoran los precios de las materias primas; bajan los tipos de interés de los capitales y se ajustan los costos de producción a los precios, -en suma, se evidencia que el equilibrio va en camino de restablecerse-. Se realizan importantes conversiones de la deuda pública en Italia, Australia, Holanda, Bélgica y Japón. Varios países han creado o están en curso de crear sus Bancos Centrales por primera vez. En Gran Bretaña se obtiene el equilibrio del presupuesto y aún un ligero superavit; en Estados Unidos se ensayan con audacia y autoridad la reforma y recuperación económica; en Francia se ajustan las finanzas públicas con mano fuerte y en Alemania se disminuye extraordinariamente la desocupación en un "agresivo esfuerzo". Son muchos los ejemplos de mejoramiento nacional, citando el caso del desbloqueo de fondos en la Argentina, pero cree necesario destacar que habría que establecer en cuantas oportunidades una pequeña mejora, se ha obtenido a costo de otros países, restringiendo deliberadamente las importaciones,

olvidando las obligaciones contractuales, erigiendo barreras que impiden la libre circulación de mercaderías y capitales. "La reconstrucción por el proceso de preservación propia es dolorosa; pero una vez que el método de la restauración nacional individual ha tenido éxito, y una sana recuperación parece obtenida, -especialmente en algunos de los grandes mercados consumidores y de capital- se tiende una nueva base para la reasunción de relaciones internacionales normales. La prosperidad no puede limitarse a una sola región, y así como las malas condiciones se extienden sobre todo el mundo, -y rápidamente como se ha visto- así la mejora de la situación en determinado país será inevitablemente beneficiosa para otras partes del mundo, aunque su extensión es ciertamente más lenta". (1)

Aunque destacando el creciente nacionalismo, la Memoria manifiesta satisfacción por "el lento pero seguro progreso" hacia las vistas expresadas por el Directorio del Banco en 1932, ya citadas, de que "el patrón oro" continúa siendo el mejor mecanismo monetario obtenible" y de que su restablecimiento entre las naciones es una necesidad.-

Este optimismo de la Memoria se basaba indudablemente en las abundantes declaraciones formuladas por los Gobiernos en conferencias, reuniones y documentos, pero contrastaba con la falta de aplicación práctica de los mismos principios, que se ha visto postergada hasta el presente, con el aditamento de que también el "bloco-

(1) Fourth Annual Report - B.I.de A. - Pág.6

oro" ha desaparecido y ningún país cree llegado el momento de restaurar un patrón común internacional.-

La Conferencia de Londres había reafirmado la posición esencial del oro en el sistema monetario, y el apoyo público al oro "era bien visible durante los últimos doce meses por el vasto atesoramiento del metal". No existía efectivamente, la menor señal de que se mirara en parte alguna con desconfianza el futuro del oro.-

El Banco sintió la influencia de los acontecimientos en una marcada baja de los depósitos, "como una natural consecuencia del continuado caos monetario", llegando la disminución a 200 millones de francos suizos.-

La política del Banco continuaba siendo la de estrechar las relaciones internacionales, llegar a la estabilización de las monedas por medio del patrón oro, el cumplimiento estricto de las obligaciones contractuales, y prefería el ajustamiento de los costes a los precios frente a la política del bloc de la libra esterlina cuyo fin último era llegar a una considerable mejora de los precios, en consonancia con las cargas fijas, e independientemente de la rigidez monetaria.-

Es de señalarse un párrafo de la memoria: "En realidad, las políticas seguidas han sido locales y aisladas, en lugar de colaboradoras, y aún más importante que esto, han frecuentemente pasado por alto el hecho de que una política monetaria exitosa no puede ser mantenida sin fijarse en las consecuencias que puede tener en el extranjero, o el efecto de la política del vecino so-

bre uno mismo, por la mutua interdependencia de los sistemas financieros, monetarios y económicos". No cabe duda de que esta observación era dirigida especialmente al bloc de la libra esterlina, ya que la opinión teórica y experta británica era casi unánime respecto del mantenimiento del bajo nivel de la libra y de las ventajas que el abandono del patrón oro habría reportado en su recuperación económica.-

En este momento se nota la fricción entre los que aseveran que la baja de la esterlina ayudó al mundo a salir de la crisis, y los que creen que la postergó por mucho tiempo, sin permitirle obtener una salida definitiva.-

La Memoria analiza en su segundo capítulo la Conferencia de Londres y las proposiciones de estabilidad monetaria que a ella se sometieron, manteniéndose siempre en una estricta línea de ortodoxia y manteniendo su fe en el oro. Destacaba al efecto todas las resoluciones que sostenía sus vistas, criticando algo las declaraciones de Roosevelt en los preliminares respecto de la importancia primordial que el valor del dólar tenía en el mercado interno, y su estabilidad dentro del mismo, mientras empujaba su relación con las divisas extranjeras. Contratada también aquella conocida declaración: "...permítame ser suficientemente franco para decir que los Estados Unidos quieren una clase de dólar que de aquí a una generación tenga el mismo poder adquisitivo y cancelador de deudas que tiene ahora..."

del Presidente de Estados Unidos con su afirmación posterior de enero de 1934, recalcando el deseo "de una mayor estabilidad de los tipos de cambio extranjeros en el interés de nuestro pueblo".-

El tercer capítulo "Un año record en producción de oro, movimiento de oro y atesoramiento de oro" traía un análisis completo y estadístico sobre el metal amarillo y el curso de los acontecimientos durante el año. La producción total mundial llegó a 24.720.000 onzas de oro fino, el atesoramiento aproximado a 3.012 millones de francos suizos oro, la pérdida del bloc oro y algunos otros países a 4.127 millones de francos suizos y la ganancia de oro de Inglaterra y Estados Unidos a 1.798 y 2.591 millones de francos suizos respectivamente.-

El cuarto capítulo trata de las deudas internacionales a corto plazo y la tendencia de los tipos de interés y el quinto sobre los acontecimientos relativos a los Bancos Centrales de todo el mundo, entre los que se destaca la nueva posición monetaria de los Estados Unidos. Devaluado el dólar por el Presidente -de acuerdo con los poderes conferidos por la ley "Gold Reserve Act" en vigor el 31 de enero de 1934- al 59.06 % de su anterior contenido de oro, o sea a \$ 35.- por onza de fino, se retiró de la circulación todo el metal. Los billetes no son redimibles en oro, salvo en el caso de que sea necesario para cancelar saldos exteriores, en cuyo caso se entregarán siempre que se haya llegado al punto extremo de salida del oro y que se destine el metal a

algún Banco Central extranjero.-

De la utilidad -2.800 millones de dólares- que reportó la revaluación, se destinaron 2.000 millones a la creación de un fondo de estabilización y para atender a posibles fluctuaciones extraordinarias en los cambios extranjeros.-

Del capítulo de "Conclusiones" es de señalar la proposición de que solo cuando todas las monedas estén bajo una base definitiva, que debería ser el oro, será posible tener esperanzas de una reducción de tarifas aduaneras y de restricciones de cuotas.

La memoria correspondiente al año 1934/1935 (Fifth Annual Report) contrasta marcadamente con la Cuarta en cuanto su contenido se cife más a los acontecimientos que, al parecer, sacudieron la confianza de sus directores, y especialmente de su presidente Mr. León Fraser (americano) en las ventajas de la adhesión al patrón oro.

Durante este año, -y aunque la Memoria no lo confiese surge de sus propias referencias- los países adheridos al patrón oro declinaron en su producción industrial con grave perjuicio de su estructura económica, mientras los países que los habían abandonado avanzaban decididamente en su recuperación.-

La Memoria señalaba, sin embargo, que "cada vez resultaba más y más evidente que una recuperación fundamental y durable no puede ser esperada a menos que se llegue a una estabilización general de las principales monedas". El número de desocupados seguía siendo, aún en

los países con moneda depreciada, no menor del doble de los que existían en 1927-1928 cuando esos mismos países gozaban de las ventajas de una circulación estabilizada.

Consideraba que el miedo a que la ligazon al oro produjera medidas deflacionarias era infundado, y que en las circunstancias entonces operantes era más bien de esperarse un cierto movimiento inflacionario. Llegaba a esta conclusión por la gran producción de oro, que cada año marcaba un nuevo record, por el gran desatesoramiento que se produciría al restaurarse la confianza, por los inmensos stocks de oro que servirían de base al crédito una vez que se revaloraran, y por el bajo nivel de precios existentes.-

El segundo capítulo analizaba los tipos de cambio y los movimientos de precios, diciendo "no es fácil obtener una clara idea de las causas que originan los movimientos de precios y hasta que punto derivan de los tipos de cambio, o de los niveles de precios de acuerdo a los cambios, o por la intervención de un tercer factor, como por ejemplo, la política del crédito, o los programas gubernamentales de subsidios y gastos". (1)

Al analizar el gráfico de los precios de Inglaterra desde 1800, que mostraban que para abril de 1935 los precios eran (en oro) un 15% más bajos de lo que lo había sido nunca en este largo periodo, la Memoria dice: (pág.11).

"En vista de la gran producción de oro, de la mag-

(1) - Fifth Annual Report - Pág.10.-

nitud de las reservas monetarias (particularmente si se revalúan a los presentes tipos de cambio), sería verdaderamente extraño que los precios no mostraran una tendencia a la suba después de un retorno al oro".-

Como se ve, la tendencia del Banco no es ya acusatoria de los países que habían abandonado el patrón oro, ni les urgía a su vuelta a la paridad anterior, sino que creía necesario llegar al patrón común. En cuanto a Francia, solo hacía referencia a ella al tratar de las altas tarifas y cuotas que obstaculizaban el comercio mundial.-

En cuanto a la desocupación consideraba que la salida residía más en la expansión del comercio internacional que en la lenta transferencia de los obreros sin trabajo de las industrias de exportación a las nuevas industrias creadas por el nacionalismo económico.-

Dentro del momento de pesimismo para el sosten de sus principios fundamentales, la Memoria insistía en la necesidad de un retorno rápido a las relaciones internacionales y a los principios de libre comercio.-

Los movimientos del oro durante el año fueron durante el año tratado tan considerables como en el anterior, y el hecho mas destacable es la inclusión de Rusia como gran productor de metal, que llega a ocupar el segundo puesto en el mundo. Estados Unidos obtuvo tres cuartas partes de los aumentos visibles de oro: 4.423 millones de francos suizos oro, sobre un total de 6.227 millones.- Alemania e Italia fueron los países que perdieron las mayores sumas: 379 y 349 millones de la misma moneda.-

En sus conclusiones la Memoria señalaba que el comercio internacional no había progresado, aunque se notaba mejora en los mercados internos especialmente en los países sudamericanos que había levantado parte de las restricciones a las operaciones de cambios; otros acontecimientos favorables eran la aumentada producción de oro, la baja en las tasas de interés, las conversiones de deudas, la adaptación de costos y precios.-

Insistía en la necesidad de un movimiento esforzado que hiciera volver al patrón oro, que califica así "El patrón oro no es un fin en sí mismo. Es un mecanismo y un medio para permitir, facilitar, y extender el intercambio de mercaderías, capitales y servicios, interna y externamente. De aquí que quienes buscan el restablecimiento de un patrón común no buscan algo fetichista o una abstracción teórica, sino que ven en ello el mejoramiento económico que inevitablemente sigue a un creciente movimiento de mercaderías, servicios y fondos, lo que presupone, a su vez, una medida digna de confianza y un medio de valor y cambio que permita sus movimientos".-

La Sexta Memoria, correspondiente al año 1935/36 y presentado por el nuevo presidente Dr. L.J.A. Trip (holandés), señalaba escasos cambios en las operaciones bancarias de la Institución, o en las cifras de los principales rubros de su balance.-

Al analizar sumariamente los principales aconte-

cimientos de la gran crisis, y refiriéndose a los cambios monetarios, la Memoria divide los países en el "grupo oro", que incluye a los que había depreciado su signo como Estados Unidos, Checoslovaquia, Bélgica, Danzig y a los que por medio de fondos de estabilización mantenía su divisa ligada al oro como Yugoslavia, Grecia, Austria y Rusia, y en el "grupo de la libra", "Para este grupo -dice- el control ejercido por la Cuenta de Estabilización de Cambios establecida en Gran Bretaña en 1932 ha sido de extraordinaria importancia. El objeto de la cuenta fué el de disminuir las fluctuaciones innecesarias del cambio y sirvió para contrarrestar influencias estacionales o temporarias. Sin embargo, las fluctuaciones anuales del valor de cambio de la libra con respecto al oro fueron de 13 % en 1934. Pero a partir de la primavera de 1935 la Cuenta de Estabilización de Cambios ejerció un control más amplio y en el otoño la tendencia estacional a la baja fué efectivamente contrarrestada. En verdad, las más amplias variaciones en el precio del oro, desde mediados de 1935, no han excedido del 2% en total, lo que significa que dentro de muy estrechos límites la libra ha permanecido estable en términos del oro". (1)

Esta estabilidad de la libra respecto al oro hacía más difícil la clasificación de los países ligados al oro o a la libra esterlina. "La división entre los diferentes grupos ha perdido así parte de su original

(1) Sixth Annual Report- B.I.de A. - Pág.9.-

significación" (pág.10) debido a la mayor estabilidad general de la moneda.-

La Memoria se hacía eco de los rumores sobre devaluación de algunas "de las principales divisas" lo que indicaba que poco se había adelantado en el camino de la confianza internacional. Previendo los movimientos especulativos indicaba que los Gobiernos no debían ceder a cualquier presión por aguda que fuera, de aflujo de fondos, sin fijarse en el volumen de las transferencias y en su persistencia, porque provenían de influencias especulativas y basadas en préstamos.-

A pesar de esto el franco no pudo sostenerse contra la avalancha contraria, a no dudar en gran parte especulativa, pero que, contrariamente a lo que juzgaba la Memoria, tenía sus raíces en la sobrevaluación del franco y en la diferencia de los niveles de precios con respecto a los países de moneda depreciada. En Junio hubo de ser devaluado.-

Durante el año 1935, la tendencia había sido de valorización del oro: la libra alcanzó a cotizarse a razón de 149 s. 4d. el 6 de marzo, de más alta cotización tenida hasta entonces en términos de oro; el belga fué devaluado en un 28% el 1° de abril, y el guilder de Danzig por 42% el 2 de mayo; el franco, el franco suizo, y el florín holandes estuvieron durante largos períodos cotizados en el punto de salida del oro, efectuándose grandes retiros de metal que fueron a colocarse en Londres, lo que ayudó a la Cuenta de Estabilización de Cambios a mantener el control de la li-

bra en la última parte del año.- China, Manchukuo y Hong-Kong, países ligados a la plata, depreciaron su moneda en un 30%. También resultaron afectadas las monedas de Rumania, Hungría, Italia y Rusia, Bolivia, Paraguay, Brasil y Colombia, mientras que se apreciaron las de Perú y Argentina.-

La Memoria analiza las operaciones de la Cuenta de Estabilización de Cambios inglesa y sus procedimientos, reservas e influencias en el mercado monetario y de crédito, sin abrir opinión sobre su actuación. Estudia también los principales rubros de los informes del Banco de Inglaterra con relación a la circulación, depósitos bancarios y encaje, pero sin atribuirles determinada significación.-

Bélgica revalorizó su moneda con una depreciación de 28%, y con las utilidades de la apreciación del oro creó un Fondo de Estabilización que disponía de 1.125 millones de francos belgas. Este fondo no tuvo oportunidad de actuar desde que la cotización del belga se mantuvo dentro de los límites de los puntos de entrada y salida de oro durante todo el período, y el 1° de Abril de 1936 Bélgica volvió al libre patrón oro a su nueva paridad, por lo que las disponibilidades del Fondo fueron transferidas al Tesoro.

Canadá creó también un Fondo de Estabilización, y fué extendida la duración del de los Estados Unidos por un año más.-

Durante el período reseñado tanto los precios ma-

yeristas, como los índices del costo de la vida, de los productos agrícolas, de productos alimenticios, y de productos no agrícolas, de producción y de comercio mundial se mostraron en ascenso.-

En cuanto al comercio, la Memoria señalaba con pesar las restricciones aún existentes, señalando como ejemplo que el éxito del "Nuevo Plan" alemán que había reducido un exceso de importaciones de 284 millones de RM. en 1934 a un exceso de exportaciones de 111 millones de RM., se debía en una cuarta parte al aumento de las exportaciones y en tres cuartas partes a la disminución de las importaciones.-

La Memoria no dejaba de insistir en sus siempre renovados esfuerzos tendientes a la abolición de las restricciones en los cambios. "Cuanto antes se abuelan por consentimiento común, mejor será. Bien puede ser que la intensificación de la protección en los años recientes haya hecho más difícil atacar el problema de las restricciones del cambio, pero, por otra parte, la posibilidad de arribar a una solución ha sido decididamente facilitada por la gran reducción de las deudas internacionales desde 1931. El momento presente parece propicio para que nuevos esfuerzos sean realizados en esta dirección."

La Séptima Memoria encara el período terminado el 31 de marzo de 1937. En el campo monetario se destaca el reajuste del valor del franco en la primavera de 1936, la declaración que dió origen al acuerdo tripartito entre Francia, Inglaterra y los Estados Unidos, el cambio del contenido oro del franco suizo, el embargo sobre el oro

impuesto en Holanda, la nueva base oro de la lira, la nueva devaluación de la corona checoslovaca y la devaluación de la moneda letona que se ligó a la libra esterlina. Según la Memoria "los cambios en los valores de las monedas tuvieron lugar con un mínimo de disturbio en los mercados de mercancías y capitales, y sin causar retroceso en la tendencia alcista de los negocios mundiales?"-

La situación económica mejoró continuadamente durante el período atribuyéndose principalmente esta acentuación de la tendencia general a la mejora de la situación en los países agrícolas, producida por un año de generales malas cosechas que significó la liquidación de todos los excedentes de cereales y su venta a precios remunerativos.-

Los abastecimientos de oro para el mercado monetario resultaban además, cada vez más abundantes, facilitando el crédito. Mientras que antes de la guerra una producción de unos 19 millones de onza valía £ 80 millones, de las cuales solo 50 se destinaban a usos monetarios, durante el año 1936 la producción fué de 25 millones de onza, que a 140 chelines significaban un total de £ 245 millones. En este momento, por lo demás, la demanda industrial se abastecía casi exclusivamente de lo recuperado de manos del público, y el atesoramiento en China e India se había tocado en remesas de aquellas regiones, con lo que toda la nueva producción de oro quedaba utilizable como encaje monetario.-

Otras circunstancias que ayudaron a la recuperación fueron la mejor posición relativa mutua entre las varias monedas como consecuencia de las diversas devaluaciones; la considerable baja de las tasas de interés que habían permanecido muy altas durante la postguerra hasta la crisis; y la disminución del monto de las deudas internacionales. La continuación de las altas tarifas constituía, en cambio el principal obstáculo puesto en el camino de la recuperación.-

Se preguntaba la Memoria si, ya que los períodos de depresión agudizan las tendencias nacionalistas y autárquicas, la mejora de la situación significaría un aflojamiento de las barreras aduaneras, y destacaba la existencia de algunas indicaciones en tal sentido, como por ejemplo los tratados bilaterales que estaban concertando los Estados Unidos.-

También mencionaba como significativos los considerables gastos en armamentos y obras públicas que habían iniciado una gran cantidad de países.- Pero, por sobre todo, el equilibrio entre los costos y los precios en todas las ramas de la producción, aún en la agrícola, eran el factor más importante para contar con una tendencia de progreso en el comercio mundial.-

Dentro de sus lineamientos generales la séptima Memoria incluía algunas interesantes referencias a Gran Bretaña. Por ejemplo, la tendencia alcista de los negocios duraba en este país desde 1932, es decir contaba ya 5 años; como nunca había ocurrido en la historia económica de Inglaterra que el movimiento alcista de

sus ciclos durase mas de un lustro, se preguntaba si comenzaría pronto una nueva depresión, pero señalaba que diversas circunstancias daban un aspecto nuevo a la situación, como para mantener esperanzas de lo contrario. Haciendo referencia a la desocupación indicaba que la mayor incidencia se notaba en las industrias de exportación, y que a pesar de la falta de trabajadores capacitados, no se efectuaba la transferencia de labor de las zonas deprimidas, sino de la agricultura o de Irlanda, de donde habían inmigrado 50.000 obreros. Los obreros provenientes de la agricultura eran 76.000, refiriéndose ambas cifras al período 1933-1936.-

Al analizar la tendencia de las utilidades de las empresas, indicaba el peligro existente en la sobrevaluación de su capacidad de ganancias, porque en los períodos de expansión suele capitalizarse a bajo tipo de interés un beneficio o dividendo esperádico. Como un alza en los precios significaba generalmente aumento de ganancias, recomendaba que los superavits temporarios no se distribuyeran sino que debían utilizarse en mantener el capital intacto. Inquiría además sino era tiempo propicio para regular las condiciones del crédito existentes; aclarando que se notaba una marcada tendencia a restringir los préstamos con propósitos especulativos y una política marcadamente conservadora en la concesión de crédito.-

Considerables cantidades de fondos líquidos operaban, sin embargo, en los distintos mercados, sobre

los cuales el sistema de crédito no tenía control, pero citaba los pasos que habían dado Inglaterra por el control ejercido por la Cuenta de Estabilización de Cambios y sus operaciones de absorción; Estados Unidos prescribiendo mayor proporción de encaje para los bancos comerciales; Alemania por la emisión de "Solawechsel" y la Argentina por la venta de título público por intermedio del Banco Central.

Recordaba como oportuna la siguiente resolución de la Conferencia de Londres de 1933 respecto a política monetaria: "Los Bancos Centrales deben tratar de adaptar sus medidas de regulación de crédito, en cuanto lo permita su posición doméstica, a cualquier tendencia hacia un cambio indebido en el estado general de la actividad comercial. Una expansión de ciertas actividades en los negocios que no puedan ser mantenidas permanentemente, debe llegar a los bancos centrales a proceder con cierta parcialidad hacia la restricción de crédito dentro de la política general del crédito que crean conveniente adoptar, teniendo en cuenta las condiciones de sus propios países. Por otra parte una indebida declinación en la actividad general de los negocios de todo el mundo, debe llevarlos a proceder con cierta parcialidad hacia la expansión".(1)

La situación del momento no era aparentemente la que indicaba la resolución citada, pero era conveniente tener en cuenta que la tendencia alcista había tomado velocidad para regular la concesión de créditos.-

En los años de depresión, decía, los principales objetivos de la política monetaria han sido por una parte la disminución de los tipos de interés, y por la otra las condiciones normales de intercambio internacional por medio de una mayor estabilidad de las monedas y la gradual abolición de las restricciones de cambio.-

(1) Seventh Annual Report - Pág. 16.-

Estos objetivos habían sido obtenidos solo parcialmente, y nuevos problemas han aparecido. Los gobiernos han estado en contacto con los Bancos Centrales en los puntos concernientes a la política monetaria, pero debían expender su vinculación y llevarla al estudio de las repercusiones económicas de las medidas de carácter político. El equilibrio de los presupuestos es de fundamental importancia y ninguna medida de restricción o control de los cambios puede tener resultados mientras falte aquel equilibrio básico. "Nada puede ser más peligroso que desestimar las condiciones generales para un mejoramiento, en la creencia que procedimientos puramente técnicos serán correctivos suficientes de una posición no balanceada". (Pág.17).-

Con referencia a los cambios, el acontecimiento más importante del año lo constituyó la revaluación del franco y de las monedas del bloc-oro y el Acuerdo Tripartito entre Inglaterra, Estados Unidos y Francia que tuvo la forma de una Declaración, que fué conocida el 25 de Septiembre de 1936. A juicio de la Memoria, el punto más importante del Acuerdo es que la devaluación del franco fué bien recibida por los otros dos gobiernos, que no la consideraron como un retroceso sino un medio de establecer bases más sólidas para la estabilidad de las relaciones económicas. Se declaró también que se harían esfuerzos y se utilizarían los recursos disponibles para mantener el nuevo equilibrio, pidiéndose que no se procediera a nuevas devaluaciones con el fin de adquirir ventajas competitivas en los mercados exte-

riores.-

La nueva ley monetaria del 1° de octubre de 1936, relevaba al Banco de Francia de su obligación de entregar oro a cambio de billetes, y proveía una devaluación entre 25.19 y 34.35 % de su valor anterior en términos de oro. La revaluación primitiva se efectuó a 25.2% de depreciación; de la utilidad nominal de 17.000 millones de francos se destinaron 10.000 a un fondo de estabilización, asignándosele también el oro a la paridad anterior que estaban obligadas a entregar todas las personas residentes en Francia que tuvieran metal en su posesión el 26 de septiembre de 1936. La importación o exportación de oro fué prohibida sin la autorización del Banco de Francia, requiriéndose también su anuencia para efectuar operaciones en oro.-

Suiza tomó medidas análogas, autorizando una depreciación entre el 25.94 y el 34.56 %, encomendándosele al Banco Nacional de Suiza mantener el cambio a un nivel inferior al anterior de aproximadamente 30%. Holanda prohibió el 26 de septiembre de 1936 la exportación de oro, y estableció un Fondo de Estabilización sobre las bases del de Inglaterra, es decir, por medio de la emisión de Letras del Tesoro. No se fijó el monto de la devaluación dejándose al florín encontrar su nivel natural. Las mismas medidas se adoptaron respecto a la moneda de las Indias orientales holandesas.-

Latvia, Italia y Checoeslovaquia devaluaron también sus divisas en un 40, 40.94 y 18.7 % de la paridad existente. Turquía y Grecia abandonaron la adhesión de su

moneda al franco, ligándolas a la libra.

La diferencia de estas depreciaciones con las ocurridas en 1931 a raíz del abandono del oro de la 2 resi de en la fijación de la depreciación, mientras que entonces se las dejó fluctuar libremente. Por lo demás se establecieron inmediatamente fondos de estabilización para evitar cambios en los valores de las cotizaciones.-

Al Acuerdo Tripartito, que daba enorme fuerza a las nuevas paridades, se adhirió los Gobiernos Belga, Suizo y Holandés.-

La Memoria insistía en la necesidad de "establecer un sistema monetario que combine estabilidad internacional de los cambios con una política, tanto nacional como internacional, dirigida en cuanto fuera posible hacia el mantenimiento de una sana posición monetaria y de crédito". (1)- La caída del bloc-oro no hizo sino reforzar su fe en el metal como medio internacional de cambio, a pesar de que en el capítulo especialmente dedicado a los movimientos de oro, al analizar el proceso de "esterilización", consideraba demasiado amplios los cambios de precios del metal en término de las monedas depreciadas, y muy alto el nivel obtenido.

La Octava Memoria. Las Memorias del Banco Internacional de Ajustes han ido aumentando paulatinamente en dimensiones e interés, condensando un valioso análisis de los principales acontecimientos bancarios, monetarios y económicos de cada año. La Octava corresponde al ejercicio bancario de igual orden terminado el 31 de

(1) - Seventh Annual Report - B.I.A. - Pág.110.-

marzo de 1938, y consta, aparte de los Anexos de los siguientes capítulos: I. Introducción; II. Tasas de Cambio, Movimientos de Precios y Comercio Exterior; III. Del Desatesoramiento al renovado atesoramiento de oro; IV. Movimientos de Capital y Deudas Internacionales; V. Tendencia de los Tipos de Interés; VI. Desarrollo de los Bancos Centrales y Comerciales; VII. Actividades del Banco; VIII. Conclusión.-

Los índices alcanzados en 1936, decía la Memoria, justifican la creencia de que la Depresión ha sido definitivamente pasada; en 1937, durante el primer semestre, el avance en precios, producción, comercio y consumo alcanzó su punto más alto. Su ímpetu fué considerable y muchas de sus manifestaciones tenían las características de un período de super-expansión, de "boom", lo que provocó cierta aprehensión sobre la posibilidad de una exagerada expansión monetaria en todo el mundo. En Estados Unidos, el principal centro económico del mundo, la política fué de abandonar la acción gubernamental para dejar que los negocios siguieran solos su tendencia, y de restringir el crédito en vista de que los precios eran ya demasiado altos. En razón de esto, el segundo semestre presencié una fuerte caída de la producción industrial: el índice de la Reserva Federal descendió de 117 en agosto a 84 en diciembre (Base 1923-1925), pero este retroceso, o por lo menos en semejante magnitud, se registró solo en los Estados Unidos. Los precios mayoristas bajaron un 35% entre marzo de 1937 y marzo de 1938 en los Estados Unidos y un 25% en

en Inglaterra.-

Al juzgar la posición mundial, con los crecientes temores de crisis, la Memoria señalaba que nunca hasta la depresión 1929-32 se había notado total inclinación a atribuir el retroceso a factores no económicos y la tendencia a mejorar a la sabiduría de los gobiernos. Aunque reconocía que la creación de trabajo por obras públicas podía haber tenido un resultado temporalmente beneficioso, en general creía que habían desarrollado una atmósfera de incertidumbre que había obstaculizado la iniciativa individual, como también el nacionalismo económico había contribuido a restringir el desarrollo del comercio exterior. En resumen, destacaba que el mundo había tenido que luchar contra muchas tendencias adversas para salir de la crisis, y que los inconvenientes habían sido mayores en Europa que en Estados Unidos. Como el Presidente actuante este año era el Dr. Heyen, americano, particular importancia se le ha atribuido a los acontecimientos de este país, y entre líneas se puede percibir una profunda tendencia antagónica a la política de Mr. Roosevelt.-

El año 1937 fué un año de casi entera estabilidad en los cambios, notándose solo una tendencia a la baja en el franco. Las cotizaciones entre la libra y el dólar mostraron muy escasas fluctuaciones.-

La memoria analiza las condiciones existentes en 1937 en comparación con las de 1929 para estudiar la posibilidad de una nueva entrada en la depresión y en que circunstancias diferiría de la Gran Crisis, concluyendo

que no alcanzaría, de ocurrir, la misma extensión de aquella. Respecto de las medidas de restricción aún existentes decía "que no contenían elementos de estímulo" y con referencia a la acción gubernamental que "La inmediata necesidad de combatir la desocupación puede inducir a los gobiernos a olvidar el hecho de que, si bien puede ser mejor extender el trabajo, aún sin aumentar la producción de riqueza, antes de sumergir una gran parte de la población en holganza forzosa, el fin último debe ser emplear los factores de producción para la mejora de la situación mundial". (1)

Las cotizaciones de los cambios se vieron parcialmente afectadas durante el año 1937/38 por el "pánico del oro" que llegó a producir un acontecimiento no presumible: el metal se vendió en Londres a un descuento sobre el precio de exportación con respecto al tipo de compra de \$ 35 la onza porque durante el período Noviembre 1937-Marzo 1938 hubieron serios temores de que el Tesoro de los Estados Unidos bajara el precio del oro. Este pánico tenía su fundamento en la extensión del oro "esterilizado" de que disponían los Estados Unidos y en las palabras del Presidente Roosevelt, de que los precios habían subido demasiado.-

El franco había permanecido a partir de Septiembre de 1936, y durante cinco meses al tipo de 105 por £ para bajar entre marzo y junio de 1937 a 110. En julio se abolieron los límites de oro de la unidad monetaria

(1) Eight Annual Report.- B.I.de A.- Pág.17.-

y el franco redujo su valor a 133 con respecto a la £, cotización en la que se mantuvo durante un mes y medio para declinar nuevamente a 151 en octubre y a 160 en marzo de 1938.- Atribuíase esta débil posición de la moneda francesa al exceso de importaciones (18.400 millones de francos en 1937 contra 9.900 en 1936), a las exportaciones de capital, a la incertidumbre respecto de la situación política interna y externa, al monto de los préstamos obtenidos por el Gobierno del Banco de Francia (14.200 millones), el aumento relativo en los costos internos y en los precios y en el restringido nivel de la producción doméstica.-

El franco belga también sufrió cierta presión exterior, pero como esta moneda está ligada al oro mantuvo su paridad a costa de la pérdida de 1.000 millones de francos belgas en oro de su reserva.-

Refiriéndose a la Argentina dice la Memoria que el país experimentó una "prosperidad sin precedentes" que le permitió bajar el tipo oficial de venta de la £ a \$ 16.- acumulando al mismo tiempo fuertes reservas, pero que la pobre cosecha de 1937-38, aparte de las considerables importaciones ordenadas el año anterior, hizo declinar nuevamente el cambio libre llegándose a cotizar la libra en este mercado a \$ 20.- en el mes de marzo.-

La Memoria analiza el movimiento de precios, que había sufrido bruscas oscilaciones, aumentando rápidamente entre Octubre de 1936 y marzo de 1937, declinando

entre Abril y Junio, estabilizándose de Julio a Agosto, para volver a sufrir otra caída hasta fin de año. Atribuye el hecho en parte a factores técnicos, como el formidable rearmamento y a las malas cosechas que habían reducido mucho los stocks de productos alimenticios, y en parte a factores psicológicos. La declaración de Roosevelt de que los precios eran demasiado altos, influyó para considerar posible una próxima deflación, que produjo el "pánico del oro" y la caída de los precios, cuando todo el mundo se apresuró a vender sus existencias.-

Con respecto a sus operaciones bancarias, "el Banco ha tenido, como otras instituciones, serias dificultades en encontrar inversiones convenientes a tipos de interés remunerativo" (1) atribuyendo el hecho a las bajas tasas de interés corriente en todos los mercados. Mencionaba que su actividad habíase acrecentado con respecto a la concesión de crédito a bancos centrales con el propósito específico de facilitar transacciones comerciales.- "Las dificultades experimentadas por los exportadores en la obtención de créditos ordinarios, y en consecuencia de cubrirse de los riesgos del cambio a término cuando existen restricciones de cambio, o cuando se trata de monedas sujetas a cierta presión exterior, han hecho deseable la provisión de facilidades especiales" (2).-

(1) Eight Annual Report - B.I.de A.- Pág.108.-

(2) Eight Annual Report - B.I.de A.- Pág.109.-

En las "Conclusiones", al reconocer que muchos progresos se habían hecho desde el momento álgido de la crisis, manifestaba la Memoria: "Pero por encima de todo, la confianza general que es indispensable para la estabilidad internacional, no está presente"(1)

Aunque los países estuvieran dispuestos a concertarse en ciertos objetivos de su política monetaria, los gobiernos no parecían propensos a comprometerse por tratados formales con respecto a su futura acción monetaria. Refiriéndose al Acuerdo Tripartito se preguntaba si sería posible en la práctica llegar a cabo sus anunciados propósitos, y declaraba que la respuesta residía en saber si podía llegar a establecer suficiente equilibrio financiero y económico entre los diferentes países como para permitir a un sistema monetario internacional trabajar sin obstáculos.-

En general el espíritu de la Memoria es pesimista, mencionando frecuentemente las amenazas siempre presentes de la guerra, la desconfianza a invertir a largos plazos, las dificultades añadidas por las economías dirigidas si cada país trazaba su "plan" sin fijarse en el resultado que tendría en la economía vecina. Existía la necesidad -decía- de consultarse mutuamente para evitar contradicciones y choques entre políticas diversas, dañosas para todos.-

No creía, sin embargo, que las dificultades fueran insuperables, ni que la adherencia a un común sis-

(1) Eight Annual Report - B.I.de A. - Pág.114.-

tema monetario fuera a significar la imposibilidad de seguir políticas internas individuales, diferentes entre sí. Definía su política como aspirando a una estabilidad monetaria sobre un patrón común y basada en el equilibrio entre precios, costos y condiciones de crédito internos de cada país.-

9. LABOR DEL BANCO INTERNACIONAL DE AJUSTES.

El Banco Internacional de Ajustes no ha alcanzado el grado de desarrollo con que muchos se ilusionaron cuando se fundó, pero es afortunado que no se haya pretendido darle mayores alcances, y que sus estatutos contengan una larga serie de restricciones en cuanto a sus actividades.

Se hubiese querido por algunos, principalmente políticos, que el Banco tuviera tan poderosa influencia económica como para su apoyo fuese cuestión de vida o muerte para aquellos países que osaran no aceptar sus resoluciones o las de la Liga de las Naciones. Pero este campo de acción estaba enteramente fuera de lugar y así lo comprendieron, con buen sentido sus organizadores.-

Hay otras críticas más dignas de ser tenidas en consideración. En primer término se hubiese querido un ordenamiento de las finanzas internacionales que llevara a una estabilidad definitiva en las relaciones comerciales entre los diversos pueblos, pero los recursos del Banco no son suficientes como para esa tarea y, por lo demás, su acción se ha desarrollado en años que pre-

senciaron la mayor depresión mundial y la mayor inestabilidad en los valores de las monedas.-

En segundo lugar se lo hubiese querido obteniendo grandes triunfos, ya que en sus comienzos se hizo en su favor una propaganda no de acuerdo con sus medios materiales y políticos. Por contraposición el Banco ha sido empujado en ciertas opiniones, dejándose de reconocer su labor real.- En medio de los desencantos y teorías a que la crisis dió lugar se pensó también que el Banco hubiera debido dar una solución a los problemas y una directiva a los pueblos, sin considerar que el Banco no tenía el apoyo político necesario, ni una espera de acción suficientemente amplia como para llegar a obtener tales resultados.-

La labor principal del Banco, tal como se proponía al fundárselo, comprendía su posición de agente para el pago de las reparaciones, propiciar la cooperación entre Bancos Centrales y servir de "clearing" para las transferencias internacionales. La primera función quedó muy reducida por las resoluciones de la Conferencia de Lausana de 1932, y en parte ha sido un bien moral para el Banco, a pesar de quitarle recursos, por cuanto se ha desprendido del carácter poco simpático de cobrador de las deudas de guerra.- La depresión y la disminución de los negocios impidieron su desarrollo en la faz del "clearing" internacional, pero su mayor labor ha consistido en la cooperación entre los Bancos Centrales, su ayuda momentánea a los Bancos miembros en momentos de apuro, y la creación de un

núcleo de peritos, políticamente imparciales, que han prestado sus conocimientos para propender a la mejor organización bancaria de Europa. Ha reunido también importantes informaciones, tendiendo a desarrollar en la esfera económica el papel que en otro campo juega la Liga de las Naciones. "La Octava Memoria del Banco Internacional de Ajustes, dice The Economist, ha pasado a ocupar un lugar destacado entre los documentos económicos del mundo".-

Y lo que no se puede apreciar pero es de suponer inmenso, es el servicio que para la paz significa la reunión periódica de las personalidades bancarias más importantes de cada país, a cambiar ideas sobre política monetaria y temas económicos.-

El Banco ha pasado sus primeros años de vida en un ambiente casi hostil y cerrándose paulatinamente a todo internacionalismo. Si les ha sobrevivido consolidando un general apoyo, es de esperar que si el mundo llega a ver mejores años desde el punto de vista de las relaciones comunes, le tocará al Banco Internacional de Ajustes un importante y beneficioso rol.-

10. LA POLÍTICA DEL BANCO.

La sobrevivencia del Banco se debe en gran parte a su política conservadora que ha desarrollado tratando de no interferir sus negocios que podían afectar las buenas relaciones del Banco, o las mutuas de las instituciones participantes. Más que sus utilidades, el fin del Banco en cada operación ha sido el de beneficiar a las partes contratantes. Las vinculaciones con

él han sido diversas. "Los representantes de los más nuevos Bancos Centrales han pensado que podían usar el Banco Internacional de Ajustes como un superbanco central que contrabalancara la poderosa dirección del Banco de Inglaterra. Londres, aunque excéptico en cuanto a los resultados del Banco Internacional de Ajustes en los mercados monetarios, deseaba utilizarlo como una escuela de preparación de banqueros de los países menores. Una cantidad de naciones esperaron empréstitos y ayuda para sus estabilizaciones.- Los teóricos esperaron ver llevadas a cabo sus doctrinas de control o expansión por la Institución. Era inevitable que muchos deberían sentirse decepcionados". (1)

Era lógico que la política fuera de continencia y adaptación más que de audacia y renovación, y es afortunado que así haya sido porque de otra manera el Banco no hubiera sobrevivido a la crisis, con su demanda de liquidez y su secuela de desvalorizaciones.-

El Banco ha cambiado paulatinamente, frente a, los hechos, su doctrina del patrón metálico a toda costa por la más lógica de la estabilidad a que indudablemente se tiende y siempre con el oro por respaldo último.-

El Banco no ha querido competir en el mercado del oro por su adquisición y solo en los últimos tiempos ha mantenido un encaje de relativas proporciones. Tampoco ha querido prestar a los Bancos Centrales promoviendo una política inflacionaria, y se ha mantenido alejado

(1) Eleanor Lausing Dulles. The Amer. Ec. Review - Junio 1938, pág. 292.-

de todas las muchas cuestiones políticas que han afligido a Europa durante su existencia.-

El error que puede señalarse en la política del Banco es el de haberse adherido demasiado al bloc oro luego de la caída de la libra, ayudando e sostener teóricamente una situación de desequilibrio que tarde o temprano debía derrumbarse. Como por los estatutos solo pueden formar parte del Directorio los Bancos de los países con su moneda sobre base oro, el Banco de Inglaterra dejó de tener representantes en él, aunque su Gobernador y Vice-gobernador han asistido con toda regularidad a las reuniones.-

Esto ha significado que en Inglaterra no se le haya querido reconocer al Banco toda su importancia, tal vez porque subconscientemente se lo tiene por un posible rival del Banco de Inglaterra en la financiación de los negocios internacionales. Sin embargo la existencia y el tiempo del Banco Internacional de Ajustes de Basilea son de principal importancia para Inglaterra, cuya prosperidad depende del comercio mundial, de la prosperidad general, del cobro de sus intereses, del tráfico de sus barcos y del empleo ganancioso de sus capitales: Así lo ha reconocido también la Revista del Middland Bank: (1)

"Se reconoce cada vez más que si y cuando un patrón internacional se haya restaurado, sea basado en el oro o no, solo llegará a ser duradero si provee a impedir fluctuaciones amplias y súbitas del nivel de precios por medio de un manejo deliberado y coordinado.

(1) Nov.Dic.1933 - Pag.1

Para llenar esta condición, tal como se la indica en la declaración de la política monetaria imperial, por ejemplo, la cooperación entre los Bancos Centrales y otras autoridades monetarias debe llevarse a cabo sobre bases regulares, y el Banco Internacional de Ajustes es la única maquinaria existente capaz de obtener ese resultado".-

CAPITULO VI

AISLAMIENTO Y CONSOLIDACION DE LA LIBRA

1. Tendencias de la política monetaria a partir de 1931.-
2. Conferencia de Ottawa.-
3. Conferencia de Londres.
4. El bloque de la libra.-
5. Países que componen el bloque de la libra.-
6. Estabilidad del área esterlina.-
7. El mercado de capitales.- Inversiones en el extranjero.-
8. Los fondos flotantes y la moneda barata.-
9. La consolidación de la libra y el cambio de política.
10. El Acuerdo Tripartito.-
11. Política de colaboración.-
12. El mercado del oro.-
13. Esterilización del oro.-

1. TENDENCIAS DE LA POLITICA MONETARIA A PARTIR DE 1931.-

Antes de la guerra residía en el Banco de Inglaterra la principal responsabilidad por el desarrollo de las operaciones monetarias. Bien es verdad que la situación no presentaba complicaciones, teniendo como tenía Inglaterra un permanente saldo exportable de capitales de más de 200 millones de libras al año.

La guerra modificó sustancialmente esta posición y cuando la libra debió ser defendida, el Estado tuvo una participación cada vez más y más importante en los asuntos monetarios.-

El abandono del patrón oro no fué la obra de una política determinada, sino más bien de las circunstancias y de una falta de política definida. Ya se ha visto que el Vizconde Snowden creía momentánea la inconvertibilidad de la libra, y que el Informe Macmillan se mostraba partidario de su mantenimiento.-

En Noviembre de 1931, Mr. Ramsay Macdonald, Primer Ministro, decía: "Es la política de este país estabili-

zar su moneda sobre una base definida lo más pronto posible", ratificándolo en diciembre su nuevo Ministro de Hacienda, Mr. Neville Chamberlain al anunciar que "el país estaba preparado a dar todos los pasos practicables hacia la estabilización." Ninguno de los dos menciona la base sobre la cual se ha de practicar tal estabilización, pero en marzo de 1932 declara en un discurso que "mantiene sus preferencias por el patrón oro" cuando la situación aparezca como normal. Habla al mismo tiempo de "manejo de la moneda" al referirse a las dificultades provocadas por el movimiento de fondos flotantes, a pesar de que recién llegado al Ministerio, en Noviembre de 1931 había expresado: "su profunda desconfianza en una moneda dirigida".-

Tanto en el momento del abandono, como en el período subsiguiente, constantes declaraciones del Gobierno recalcan que él fué tenido en vista era el "mantenimiento" del poder adquisitivo de la libra. Esta expresión indica dos propósitos: uno, el de no permitir descensos ulteriores en el nivel interno de precios; otro, el de asegurar que no se perseguía una inflación ni aumento desmedido de los precios.-

Entre Septiembre y Marzo tienen lugar operaciones del Banco de Inglaterra, para sostener la libra, y el Gobierno ejerce una ligera presión en el sentido de restringir las operaciones no indispensables. (1)- Es de señalarse el extraordinario e inigualable poder moral que el Gobierno inglés puede ejercer sobre la City por intermedio

(1) Truutil - British Banks - Pág. 294.-

del Banco de Inglaterra y los Bancos comerciales. Difícilmente se atreva una persona o entidad privada, inglesa, a desafiar una "orden" gubernamental, aunque no tenga respaldo legal alguno: lo contrario sería eclipsarse voluntariamente de los negocios porqué inmediatamente se produciría un vacío a su alrededor.-

Cuando se anuncia la creación de la Cuenta de Estabilización de Cambios, Mr. Walter Elliot, informa a la Cámara de los Comunes que su propósito es de "robustecerla y evitar fluctuaciones indebidas", y requerido sobre lo que debía entenderse por "indebidas", dijo que no era intención del Gobierno contener las tendencias de causas no especulativas produjeron, en períodos largos, en la cotización de la libra, pero que "no se deseaba ver la moneda llevada a un nivel perjudicialmente alto".- (1)

Esta declaración ha sido la que más firmemente se ha mantenido porque si bien en otros muchos puntos la política del gobierno ha sufrido cambios, el valor de la £ se ha intervenido exclusivamente para impedir su suba, no su descenso. El valor del oro con respecto a la libra ha sido el siguiente (en chelines y peniques por onza):

Noviembre 1930	84/11	(media diaria)
" 1931	110/9	"
" 1932	125/9	"
" 1933	128/9	"
" 1934	139/5	"
" 1935	141/3	"
" 1936	142/3	"
" 1937	140/-	"
" 1938	149/11½	(máximo)

(1) Crick W.7. - Bankers' Magazine - June 1938.

Esta baja del valor de la libra ha traído un gran incremento de las existencias de oro a pesar de lo que se dijo en un comienzo: "No es decididamente nuestra intención la de formar uno de esos grandes stocks de oro que son un dañoso factor en la situación monetaria de algunos otros países".-

El stock de oro era en septiembre de 1931 de 135 millones de libras, y, a su nueva valuación, ha alcanzado en 1938 un nivel no inferior a 750 millones. Como se vé, la política señalada por aquella declaración no se mantuvo durante mucho tiempo y la posición oficial actual es que "el Gobierno no considera inadecuadas las reservas de oro en vista del monto de los fondos a corto plazo colocados en Londres".-

La estabilización buscada con la Cuenta se ha visto asegurada en mayor grado con la creación de fondos similares en Francia, Estados Unidos y otros países, y con la terminación del Acuerdo Tripartito en 1936.-

En Julio de 1932 el Banco Internacional de Ajustes formuló una declaración urgíendo la vuelta al patrón oro a toda costa; esta declaración produjo el consiguiente revuelo entre los industriales ingleses, provocando una declaración del Ministro de Hacienda, de que: "esta resolución no había sido inspirada por el Gobierno Inglés en forma alguna y que no existía intención de volver al patrón oro, ya fuera ahora o en el futuro inmediato". Esta circunstancia influyó en las conversaciones sobre política monetaria que tuvieron lugar en la Conferencia de Ottawa.-

2. CONFERENCIA DE OTTAWA.-

La reunión de Gran Bretaña y los Dominios en una Conferencia Imperial tuvo por objeto tratar de solucionar los problemas creados por la crisis. De esta reunión nace la política de aislamiento de la libra esterlina y la tentativa de crear una zona aparte dentro del tráfico internacional que estuviera libre de la influencia deprimente de los precios oro y de la deflación.-

La idea central fué la de concertar una política monetaria común,-ya que las vinculaciones de las distintas partes del Imperio entre sí y con respecto a Gran Bretaña eran muy importantes,-"basada en el alza de los precios". Se consideraba deseable este aumento de precios en todos los países, para lo que era necesaria la cooperación internacional, señalando que "la ausencia de este aumento en los precios oro impone limitaciones respecto a lo que puede hacerse en precios esterlina". Claramente esta limitación es el efecto deflacionario de cualquier depreciación, al propiciar exportaciones subvaluadas, impone sobre el resto del mundo, bajando los precios.-

Las resoluciones de la Conferencia señalaban como primera línea de acción en política monetaria esta suba en los precios, "dentro de los límites de la sana finanza", condicionándola a la existencia de una baja tasa de interés y a la abundancia de dinero a corto plazo. Rechazaba la posibilidad de un alza inflacionaria por medio de la creación artificial de medio de pago.

La Conferencia no se definió respecto al retorno al patrón oro, que por entonces no contaba con ningún apoyo

en Inglaterra, pero pedía la estabilidad en estos términos:

"La Conferencia reconoce que el fin último de la política monetaria debe ser la restauración de un patrón monetario internacional satisfactorio. Tal patrón debe funcionar no solo en forma de mantener estables los tipos de cambio entre todos los países, sino también para asegurar el funcionamiento eficiente de la maquinaria del comercio y las finanzas internacionales".-

Fraser (1) interpreta esta resolución como un índice de la voluntad de crear el bloque de la libra esterlina y de dejar de lado, por el momento, la readopción del oro. Sin embargo la Conferencia habla siempre de un "patrón internacional" y nunca del "área esterlina".-

La Conferencia propició también el funcionamiento de la Cuenta de Estabilización de Cambios, como medio de mantener un nivel relativamente estable para las monedas inconvertibles y para evitar fluctuaciones especulativas.

3. CONFERENCIA DE LONDRES.

En el período más agudo de la crisis y cuando las restricciones parecían llegar a límites insignificantes el comercio mundial, se convocó a todas las naciones a una Conferencia Económica Mundial.-

Monetariamente el mundo estaba dividido en tres zonas:

- a) El bloque del oro, de los países que había mantenido su adhesión al patrón oro;
- b) La zona de la libra esterlina, que comprendía Gran Bretaña, Dominios, Colonias y algunas naciones más;
- c) Los Estados Unidos que acaban de decretar el embargo sobre la exportación de oro y estaban virtualmente en la inconvertibilidad.-

(1) Fraser H.F. Great Britain & the Gold Standard. Pág. 187.

El resto de los países, o mantenía un severo control en los cambios, o eran económicamente poco importantes.-

Los tres grupos sostuvieron en la Conferencia opiniones divergentes. El bloc oro propició la vuelta inmediata de todos los países al patrón oro, medida indispensable para la restauración económica. La representación de los Estados Unidos no sostuvo una política muy definida ya que tampoco la tenía el Gobierno de su país.(1)

El grupo de la libra esterlina formuló una declaración conjunta (2), ratificando las de la Conferencia de Ottawa, y las del Canciller Mr. Chamberlain de que Gran Bretaña no deseaba volver al patrón oro hasta que su Gobierno no tuviera la certeza de que el sistema funcionaría. Las condiciones previas serían: 1° Debía haber un alza en los precios mundiales suficiente como para restaurar el equilibrio entre los precios y los costos y traer un alivio a los países deudores. 2° Debía haber un ajuste de las deudas internacionales y una remoción de las restricciones al comercio. 3° Debía existir una seguridad de que el patrón oro operaría en forma tal que evitara excesivas fluctuaciones en el poder adquisitivo del oro.-

La declaración del bloc definía como satisfactorio un nivel de precios "que restaurara la actividad normal de la industria y la mano de obra, que asegurara un in-

(1) Véase Broide Julio. El Problema del oro. Pág. 21.

(2) Bank for International Settlements.- Fourth Annual Report. Pág. 14.-

greso económico al productor de materias primas y que armonizara la carga de las deudas y gastos fijos, con la capacidad económica". Reclamaba que el alza de los precios se hiciera sin acudir a medidas inflacionarias.

En contraposición a lo reclamado por la delegación americana dejaba al arbitrio de cada Gobierno "los planes de expansión de inversiones públicas capitales". En la práctica el Gobierno inglés tuvo en este sentido una acción casi nula en comparación con las inmensas obras de los Estados Unidos.-

La declaración de Ottawa fué amplificada en el sentido de mencionar el patrón oro, como el fin último de la política monetaria, pero sujeta a las mismas condiciones expresadas por Mr. Chamberlain. Chocaron las delegaciones representando al bloque de la libra con la americana al sostener que la estabilidad que debía buscarse no dependía meramente de cierta fijeza en los cambios y en el nivel interno de precios de cada país, sino principalmente del nivel mundial de precios.-

En cambio el Presidente Roosevelt, había afirmado que lo que, a su país le interesaba no era la eventual relación del dólar con otra moneda, sino el mantenimiento de su poder adquisitivo interno.

Otro contenido destacable de la declaración es el reconocimiento de la importancia de la estabilidad de los cambios entre los países del Imperio, en bien de los intereses del comercio. "Este objetivo será tenido constantemente en vista para determinar su política monetaria y su obtención será ayudada por el propósito común

de levantar los precios. La estabilidad interimperial de los cambios está facilitada por el hecho de que el Gobierno del Reino Unido no está obligado con otros países en cuanto al futuro manejo de la libra esterlina y retiene completa libertad de acción a este respecto.- La adhesión de otros países a una política basada en estos mismos principios hará posible la extensión y el mantenimiento de la estabilidad de los cambios sobre un área mayor.-

Aunque la Conferencia de Londres resultó un fracaso por la imposibilidad de avenir las distintas sugerencias, desde el punto de vista británico, significó la consolidación del bloque de la libra esterlina, y la extensión de su zona de influencia a casi todos aquellos países para quienes Inglaterra es el principal mercado.-

4. EL BLOQUE DE LA LIBRA.

"El block de la £" o "Área esterlina", son los nombres con que se designa el conjunto de países que, a raíz de los acontecimientos de septiembre de 1931 y al hacer abandono del patrón oro ligaron de un modo u otro sus sistemas monetarios a la libra esterlina.-

Esta vinculación deriva de los importantes lazos económicos y financieros que unen los diversos países participantes a Gran Bretaña. Está generalmente aceptado que cuando Gran Bretaña decidió abandonar la redención de sus billetes en oro, ya contaba con la aquiescencia de algunos Dominios, India e Irlanda que habían sido consultados de antemano. La Argentina ya tenía su moneda devaluada en más de un 20%. Este significado que los productos o materias de mayor necesidad para el consumo de su población no vendrían a costar más que antes en términos de moneda papel.-

Otros países para los cuales el mercado inglés era predominantemente importante, como los países escandinavos corrían el riesgo de perderlos si mantenían sus precios sobre base oro, y pronto abandonaron el patrón metálico.

Casi todos los países sudamericanos entraron pronto en la inconvertibilidad.

Todos los países que comprenden el "área esterlina" son países deudores y su principal acreedor es Inglaterra. En medio de la depresión, con precios sumamente bajos, el servicio de las deudas, se hubiera hecho muy difícil si los países hubieran optado por defender su moneda.-

La inconvertibilidad significó inmediatamente el control de los cambios, pues una de las primeras consecuencias de la Gran Crisis fué la completa suspensión de las inversiones en el extranjero, con que los países deudores equilibraban su balanza de pagos. Si la Argentina abandonó el patrón oro en 1929, es decir, cuando aún no se vislumbraba la crisis fué porque dejaron de llegar al país los cuantiosos empréstitos que los Estados Unidos habían estado dispuestos a conceder desde 1924 a 1928.-

El control de cambios, pues, fué el expediente que recurrieron los países afectados para evitar que, ya fuera del oro, sus monedas bajasen ilimitadamente. Se aspiraba a restringir las importaciones menos necesarias, por una parte, y a evitar transferencias de capitales que siempre ocurren en momentos de desconfianza cuando el deseo de liquidez es superior al de ganancia (1).-

3.

(1) Económica - 4° números 1937 - The gold problem.

El control de cambios argentino no ha sido suficientemente eficaz -o tal vez coercitivo- como para llegar, en medio de las fuertes circunstancias adversas a mantener el valor del peso, pero en cambio el país ha salido beneficiado por la inversión en instalaciones industriales de los fondos dispuestos a salir del país, pero que no tenían como. Idéntico proceso se ha registrado en muchos otros países deudores y los números índices mundiales demuestran que si bien el comercio interior y la actividad industrial volvieron al nivel de 1929 ya en 1934, en cambio el comercio exterior internacional está substancialmente por debajo de aquel nivel aún en 1937, en el cenit de la recuperación.-

Entre una estabilidad con respecto al oro que sufría violentas fluctuaciones en relación al nivel de precios y una estabilidad con respecto a los precios internos de Gran Bretaña, que habían sufrido muy poca variación a pesar de la caída de la libra, los países optaron por esta última, bajando sus monedas a la inglesa y dispuestos a seguirla en sus movimientos.-

El bloc de la libra esterlina se fué formando, pues, por la adhesión a este signo monetario de los países que componen el Imperio Británico y otros vinculados económicamente a él.-

Es de suponerse que en apoyo de sus intereses Inglaterra debe haber ejercido cierta presión para ampliar el bloc y consolidarlo, y más en defensa propia, posiblemente, que con el característico espíritu imperialista de la preguerra. Es notable en la formación del bloc la au-

sencia del Canadá, explicada por dos razones principales: la primera es su vinculación a la economía de los Estados Unidos (42% de la exportación, 60% de la importación en 1936/37) y la segunda de que solo relativamente es un país deudor, por cuanto su balanza de pagos está equilibrada por el importante renglón turístico, del que deriva 200 millones de dólares anualmente.-

5. PAISES QUE COMPONEN EL AREA ESTERLINA.

Los países que componen el "bloc esterlina" no están perfectamente definidos por cuanto no existen ninguna adhesión formal ni convenio. Tampoco puede decirse que los tipos de cambios permanezcan fijos ya que acaba de modificarse el precio oficial del peso argentino, y existen, además, restricciones y control de cambio en casi todos los países sudamericanos.-

Las características de la adhesión a este bloc pueden resumirse en la ligazón del tipo de cambio a la libra esterlina; el mantenimiento de reserva por parte de los bancos centrales, en forma de libras, frecuentemente como saldos en Londres o invertidos en letras en esta plaza; y por último la realización de los negocios extranjeros por intermedio de Londres, es decir, cuando se trata de comprar o vender dólares, florines, francos, etc.-

Aun limitando a estas líneas la adhesión al bloc algunos países no están definitivamente incluidos, como por ejemplo la misma Argentina que realiza buena parte de sus transacciones exteriores independientemente de la plaza de Londres y que hace muy poco tiempo ha convenido en Nue-

va York un empréstito por 25.000.000 de dólares.-

La lista de los países incluidos por el Banco Internacional de Ajustes, como pertenecientes al bloc esterlina es la siguiente:

I. Imperio Británico

Gran Bretaña
Australia
India
Irlanda
Nueva Zelanda
Establecimientos del Estrecho de Malaca
Unión de Sud Africa
Colonia de la Corona

II. Escandinavia

Dinamarca
Islandia
Finlandia
Noruega
Suecia

III. Báltico

Estonia
Letonia
Letuania

IV. Sud América

Argentina
Bolivia
Brasil
Colombia
Paraguay

V. Otros países

Egipto
Japón
Portugal
España
Siam

Tratándose de nuestro país, las vicisitudes de nuestro cambio son suficientemente conocidas para entendernos en su descripción. El peso comenzó a depreciarse en 1929

con el cierre de la Caja de Conversión y las primeras formas de control se impusieron en 1931 (Decreto del 10 de Octubre) exigiéndose permiso previo para importar y la sumisión del producto en divisas extranjeras de nuestras exportaciones. El bajo tipo adoptado y el saldo desfavorable del balance de pagos hicieron que a mediados de 1932 se produjera una congestión de fondos deseos de emigrar. Esta situación fué momentáneamente salvada con el empréstito de desbloqueo convenido en ocasión del Tratado Roca-Runciman, formándose a tal efecto una compañía con £ 10 millones de capital que adquirió los fondos bloqueados a cambio de 20 % en efectivo y 60% en sus propios certificados. Iguales arreglos que para los acreedores ingleses se terminaron con Estados Unidos, Holanda y otros países.-

En 1934, luego de un período de ligazón con el oro (al tipo de \$ 18.36 por los 100 francos) y en vista de que la mayoría de las transacciones debían realizarse en £, se ligó el peso a esta moneda, fijándose el tipo comprador a \$ 15.- y el de venta a \$ 17.⁰², destinándose los beneficios a otorgar subsidios a la agricultura que luego no fueron necesarios sino en mínima parte.- Durante un tiempo (1934-35) y antes de fijar el tipo de venta a \$ 17.⁰² la cotización se obtenía por subasta de las disponibilidades entre los importadores.- Los fondos provenientes de ciertas exportaciones y las remesas del exterior por conceptos varios fueron a constituir el mercado libre donde la libra llegó a cotizarse a

\$ 22.65 en 1934.- A fines de 1936 la mejora del peso en el mercado libre hizo que se rebajara el precio de venta de la £ a 16.- La mala cosecha 1937/38 dejó exhaustas las reservas acumuladas durante 1937 y en Noviembre de 1938 se volvió a fijar el tipo vendedor en \$ 17.- como una medida para equilibrar el balance de pagos restringiendo las importaciones.-

Otras características del sistema son la concepción de un tipo especial de cambio a los ferrocarriles (\$ 15.75 por £) y el recargo del 20% a las importaciones sin permiso previo, que se aplica sobre el tipo oficial de venta.-

Australia tiene su libra estabilizada a razón de 125 por cada £ 100 inglesas, luego de haber llegado a 130 antes de Septiembre de 1931. Su posición económica y financiera ha sido muy similar a la nuestra pero, cosa notable, la prensa inglesa no se ha ocupado de la diferencia de cambio de su moneda con la atención que continuamente presta a la desvalorización del peso argentino y a las pérdidas que por diferencias de cambio sufren los ferrocarriles.-

Australia ha derivado ciertas ventajas con respecto a la Argentina del mejor tratamiento obtenido en la Conferencia de Ottawa, "la preferencia Imperial", por el mejor tipo de interés de sus empréstitos (3%) y por haber continuado recibiendo préstamos desde Londres durante la crisis.- Tiene en cambio la desventaja de un precio más alto por sus importaciones en razón de aque-

lla misma preferencia imperial.-

Nueva Zelanda, que también abandonó el patrón oro en 1929, solo vió llegar la depreciación a 110/100 en que se mantuvo hasta 1933 cuando fué rebajada automáticamente a 125. Provocó así la inmediata reacción de Dinamarca, su competidor directo en productos de granja, que depreció la corona de 19.30 a 22.40 por £.-

Tanto Australia como Nueva Zelanda han guardado siempre escasas reservas improductivas de oro, contrariamente a la actitud de la Argentina. El principal respaldo consiste en libras invertidas en Londres en letras y títulos. Ya antes de adherirse al bloc de la libra operaban en la misma forma, por medio del llamado patrón cambio oro.-

Sud Africa, principal productor de oro del mundo, luego de luchar por un tiempo manteniéndose en el patrón oro, devaluó su moneda sosteniéndola en una paridad 100/100 con Londres.-

6. ESTABILIDAD DEL AREA ESTERLINA.

El balance de pagos de la £ está ahora ampliado al de toda su zona de influencia, desde que casi todas las transacciones extranjeras se hacen por intermedio de Londres y a través de operaciones en £.-

Los Dominios y Colonias son países deudores y dependen financieramente de Londres, pero esto asegura a esta plaza un campo de inversión de su exceso de capitales suficientemente seguro y propicio, como lo prueba el hecho de que los empréstitos concedidos a ellos son

emitidos con un interés de 3 a $3\frac{1}{2}$ %, es decir no más de $\frac{1}{2}$ %, si lo hay, con el tipo del mercado interno. La City tiene asegurados sus servicios mientras Inglaterra siga necesitando su extensa producción de comestibles y materias primas, que incluyen el 55% de la producción mundial de oro. La teoría del aislamiento imperial gana terreno continuamente favorecida por la bonanza de las condiciones internas en todos sus países, la posibilidad de encontrar en ellos todos los elementos y productos necesarios para el desarrollo económico, y una remarcada estabilidad y paz que compara favorablemente con otras naciones.-

Los países escandinavos si bien tienen pocos capitales invertidos en el exterior porque aún son necesarios para el desarrollo de sus propios países, no son sino en pequeña proporción deudores. Especialmente deudora es Dinamarca cuyo utilaje de granja ha sido financiado por Inglaterra. Las balanzas de pago de estos países están equilibradas, su moneda se mantiene sin tropezos, cuentan con suficientes reservas en oro y divisas, su nivel cultural es muy alto y sus gobiernos ejemplares, tanto que la administración municipal de Estocolmo se cita frecuentemente con envidia en Inglaterra. La influencia de este país y su prestigio son grandes en Escandinavia, y no estaría fuera de razón suponer que cierta presión inglesa debe haber mantenido a Finlandia en el régimen democrático, cuando en 1935 estuvo a punto de volcarse en la dictadura.-

Los países del Báltico, Estonia, Letonia y Lituania, fueron hechura del tratado de Versalles y especialmente creación inglesa para actuar de muros de contención contra Rusia. Las otrora más ricas provincias de Rusia viven ahora pobres manteniendo aparatos estatales, ejércitos y armamentos que no están en condiciones de soportar.-

El interés económico de Inglaterra en estos países es muy remoto, pero le interesaron antes para evitar que Rusia pudiera constituirse en potencia naval del Báltico y ahora para que la ausencia de una frontera común entre Rusia y Alemania impida el aumento de la fricción existente. Sus gobiernos y su misma existencia económica dependen de la buena voluntad inglesa, a consecuencia de lo cual el dominio de Gran Bretaña, tanto político como financiero es casi absoluto.-

Es indudable que el area esterlina se ha convertido en un importante factor político, cultural y de prestigio para Inglaterra que dentro de su prudencia habitual mantiene una hábil preponderancia. Países como Egipto, donde el pueblo es algo anglófobo, o Portugal, cuyo sistema de Gobierno lo acercaría a los regímenes autoritarios, se mantienen por esta causa bajo la égida de Inglaterra. En Sud América, Brasil cambia con frecuencia su política exterior, y a la tendencia pro-alemana sucede a intervalos la pro-yanqui o pro-inglesa. Sus ambiciones nacionalistas y su afán de suficiencia interna han llevado al país a un alto grado de industrialización,

pero a costa de moratorias en el servicio de la deuda externa y de un duro tratamiento de los capitales extranjeros. No es de extrañarse pues, que la prensa inglesa se sienta molesta por sus irreverencias económicas, y que, aunque el perjuicio causado al capital inglés sea inferior al provocado por el no pago de las deudas alemanas, sea el Brasil la "bête-noïve" de sus comentarios financieros. En general los países sudamericanos, hondamente afectados por la crisis, en cuyas causas no les cabe responsabilidad y por cuyos efectos han sido los más perjudicados, ven con recelo cualquier acercamiento demasiado definitivo a determinado país. Inglaterra, en consecuencia, ha mantenido una política de alejamiento y relativo desinterés por su reconstrucción económica. Si las circunstancias fueran otras, es indudable que no hubiesen faltado ofrecimientos de empréstitos tanto para sostener la moneda como para buscar salida a la producción de la industria inglesa. El Profesor Keynes es el principal y más constante defensor de la política de invertir capitales en el exterior, pero la tendencia de la City está bien demostrada por el cuadro que figura en el Anexo de este trabajo. (Inversiones de capitales en el Extranjero).-

La estabilidad de las monedas incluidas en el bloc de la libra depende, pues, en buena parte, de la buena voluntad inglesa hacia los respectivos estados pero comparativamente con los demás países las fluctuaciones son de menor importancia. Se ha llegado además a circunscri-

bir las oscilaciones a causas fundamentales como el nivel interno de precios, la balanza de pagos, la circulación y el equilibrio presupuestario.-

Desde el punto de vista monetario el bloc de la libra esterlina ofrece la experiencia de una moneda inconvertible que merece suficiente fe como para que se adhieran a ella una cantidad de países. Si comparamos esta situación con la que presentaba el bloc oro, veremos que más importante que la promesa de una redimibilidad en metal, el respaldo de una moneda debe buscarse en un gobierno estable, en condiciones económicas favorables, en un nivel de precios ajustado al cambio, en un presupuesto sin déficit, en una sana política financiera internacional y en la confianza, formada por todas estas circunstancias, en el poder adquisitivo de una moneda, en su capacidad para promover transacciones en el lugar más apartado del mundo.-

"La estabilidad de los cambios dentro del grupo de la libra esterlina ha jugado incontestablemente un cierto rol en lo que concierne al aumento de estabilidad relativa que, si se hace abstracción de las devaluaciones operadas en el bloque oro, se ha manifestado, en el curso de los últimos años, sobre el mercado de cambios en el munto entero".(1)

7. EL MERCADO DE CAPITALLES.

Antes de la guerra, el saldo favorable de su balanza económica le permitía a Inglaterra colocar en el ex-

(1) Liga de las Naciones. Aperçu de la situation moneta-
ria. Pág.30.-

tranjero capitales por valor de unos 200 millones de libras anuales.-

Durante la conflagración las necesidades básicas interrumpieron estas inversiones, yaún se transfirieron a extranjeros, especialmente americanos, valores por unos 950 millones de libras según el cálculo de Walter Leaf (1). A pesar de ello Inglaterra estuvo en condiciones de facilitar a los Aliados unos 1500 millones de libras.-

Luego de un cierre temporario del mercado para las emisiones externas, el movimiento se reanudó, alcanzando en 1928 cifras de consideración.-

Entre las causas determinantes de la caída del patrón oro se ha visto la importancia que tuvo la táctica de prestar a largos plazos las cantidades que se recibían a corto plazo.-

El Informe Macmillan había calculado la siguientes cifras en la balanza de pagos: (2)

(en millones de libras)

	<u>1924</u>	<u>1925</u>	<u>1926</u>	<u>1927</u>	<u>1928</u>	<u>1929</u>	<u>1930</u>
Exceso de import.de mercaderías.....	324	384	475	390	358	366	392
Exportaciones invisibles, incluyendo fletes, intereses, comisiones, etc.....	410	438	484	504	495	504	431
Saldo favorable.....	86	54	9	114	137	138	39
Emisiones para el extranjero en Londres..	134	88	112	139	143	94	109
Deficit o superavit...-	48	- 34	- 103	- 25	- 6	+ 44	- 70

(1) Banking - WALTER LEAF

(2) Apéndice - Pág.305

Este déficit había sido equilibrado con los depósitos extranjeros a corto plazo, colocados en Londres. Este movimiento de capitales tiene importancia decisiva en la determinación del valor de la libra y así se comprendió en 1931. En lo sucesivo el Gobierno tuvo bien en cuenta sus efectos al determinar su política monetaria, y como su intervención ha existido en el sentido de restringir las emisiones para el extranjero, se ha ganado con ello críticas de las partes interesadas. Las críticas han provenido principalmente de las casas financieras perjudicadas en una de las ramas más proficuas de su comercio: las comisiones sobre nuevos empréstitos.-

El principal inconveniente de esta intervención es su extra-oficialidad pues no está respaldada por ninguna disposición legal. Depende exclusivamente de las indicaciones que el Tesoro hace llegar al mercado de tiempo en tiempo, y que son rigurosamente acatadas.-

Desde septiembre de 1931, el mercado de capitales estuvo practicamente cerrado en virtud de una requisición del Secretario del Tesoro. En cuanto comenzaron las preparaciones previas para la Conversión del Empréstito de guerra, no se efectuaron ya emisiones internas o externas en el mercado de Londres.-

Terminadas estas operaciones con éxito, esta clausura fué levantada para inversiones internas o aquellas destinadas a países del Imperio, con exclusión de las destinadas al extranjero, con lo que se comprendían las compañías que operaban fuera del Imperio.-

En Mayo de 1933, en vista de la gran cantidad de títulos americanos ofrecidos en Londres en razón de la situación interna de los Estados Unidos, el Gobierno dió una declaración respecto a la entrada de títulos extranjeros para ser vendidos en Londres. En adelante, e individualmente, algunas de esas operaciones fueron consentidas, tratándose principalmente de repatriación de capitales de empresas británicas. (1)

En 1934, se levantaron en parte las restricciones existentes, permitiéndose los préstamos a países del bloque de la libra que tuviera como objetivo ya fuese la consolidación de la moneda del país favorecido, o que significasen un inmediato beneficio para la industria británica.-

Con todo esto, y pese a ciertas críticas, la política del Gobierno fué la de favorecer la industria interna con moneda barata y bajos tipos de interés en lugar de emular la exportación de capitales al extranjero.-

La producción industrial ha aumentado su volumen en 1936 en un 13.5% con respecto a 1930, mientras que la exportación ha disminuido en un 8.8% (2), lo que demuestra cuanto ha crecido el mercado interno a costa del comercio exterior.-

Las inversiones externas disminuyen sensiblemente en parte por las restricciones oficiales, y también por cierta antipatía a prestar al extranjero, ya que se hizo mucho ruido alrededor de las moratorias de la época de

(1) Crick F.- British Monetary Policy - Bankers' Magazine, Junio 1933.

(2) Westminster Bank Review - Mayo 1936.

la depresión, mientras que los pagos se tomaron como algo normal y no se comentaron.-

En el período 1934-1936 las inversiones fueron inferiores a las amortizaciones practicadas por los deudores extranjeros (1) por lo que en definitiva las inversiones externas tienden a disminuir, aumentando en cambio la capitalización interior:

(en millones de libras)

	<u>Nuevas emisiones</u>	<u>Amortizaciones</u>	<u>Saldo</u>
1934	£ 65	42	+ 21
1935	51	81	- 30
1936	61	107	- 46

La política de restringir las inversiones externas ha ayudado a financiar el rearmamento iniciado en 1936, y a mantener bajas las tasas de la moneda. Ha tenido el efecto, en general de reducir el rendimiento de las inversiones internas, suscitándose una viva polémica sobre la conveniencia de adoptar una u otra política.

No puede dudarse de que la exportación de capitales es un factor importante en la estructura económica inglesa y que ha ayudado a su comercio e industria y a elevar el nivel general de vida.-

Las transferencias temporarias de capital tienen más importancia en sus efectos sobre la cotización de la libra que sobre la economía en general. Su control es más difícil dentro de la amplia libertad existente para las transferencias, pero la operación de la Cuenta de Estabilización de Fondos ha amortiguado en gran

(1) Westminster Bank Review-"Overseas Lending"-Nov.1937.

parte los efectos dañosos que sus movimientos pudieran llegar a provocar.-

Terminaremos mencionando, del grupo de países que frecuentemente se denomina "acreedores" y las cifras calculadas de sus inversiones en el exterior.(1)

Gran Bretaña	£ 4.000	millones
Estados Unidos	" 2.500	"
Francia	" 1.000	"
Holanda, Bélgica, Suiza, Suecia e Irlanda	<u>" 2.500</u>	"
Subtotal	£ 10.000	"
Países como Cana- da, Japón, Alema- nia, con inversio- nes externas pero deudores a su vez.	<u>" 2.000</u>	"
Total	£ 12.000	"

De este total se considera que un cuarto o un quinto corresponden a inversiones a corto plazo y el resto a colocaciones permanentes.

Con respecto a Gran Bretaña debe señalarse que la crisis, con su secuela de desconfianza, ha provocado el mantenimiento líquido de buena parte de sus ahorros anuales, reduciendo el monto de las emisiones de capitales, más que proporcionalmente a la disminución de su saldo favorable en la balanza de pagos.-

8. LOS FONDOS FLOTANTES Y LA MONEDA BARATA.

El factor dominante de las operaciones internacionales de cambios después de la guerra, ha sido la exis-

(1) Westminster Bank Review - Octubre 1937.-

tencia de una inmensa masa de capitales fundiarios. Las deudas públicas han crecido extraordinariamente desde 1914 hasta ahora, y sólo en Inglaterra, de 700 a 8.000 millones de libras. El plan de rearmamento llevará su monto a 10.000 millones.- La deuda de Francia es de 337.000 millones de francos (£ 2.000 millones), enorme a pesar de haberse reducido por lo menos a 1/5 a través de sucesivas depreciaciones del franco, y la de Estados Unidos de 37.500 millones de dólares (£ 7.500 millones).-

Estos fondos son fácilmente realizables, y cambian de mano como de país a extraordinaria velocidad. Su monto está fuera de toda proporción con el de la riqueza mueble e inmueble, cuyo valor alteran como consecuencia de los movimientos de pánico que cambian las cotizaciones de las monedas. Estos fondos han buscado liquidez aún a costa de beneficio cada vez que una circunstancia cualquiera ha producido temores.-

No han faltado, por cierto, oportunidades de temer por una guerra, y ya se han producido varias en realidad: guerra civil rusa, ruso-polaca, greco-turca, de Arabia, de Manchuria, del Chaco, de España y de China.- Los movimientos políticos internos, las grandes huelgas, el rearmamento, y aún las declaraciones de hombres de estado han dado motivo a corridas y a movimientos de pánico. Nada más relevante que el hecho de que en Abril de 1937 el Presidente Roosevelt, al declarar en una de sus conversaciones diarias con periodistas "que los precios habían subido demasiado", provocara un pánico de

desatesoramiento de oro que duró tres meses y llegó a cientos de millones de libras, porque el mundo interpretó tal declaración como un indicio de que el dólar sería revalorizado.-

Este problema de transferencias cuantiosas ha constituido un serio inconveniente para los diversos bancos centrales. Todos han visto como muy natural que el capital se trasladara a sus respectivos países, pero no que luego dejaran su accidental domicilio. Esto ha ocurrido con Francia, con Inglaterra, con Estados Unidos y hasta con la Argentina, a pesar de que el deseo de todos hubiera sido una residencia de carácter más permanente y en el país de sus propietarios.-

Durante el período del patrón oro, que permitía aún mayor libertad de movimientos, y en plena deflación, la sensibilidad de estos capitales era muy grande, ayudada por las altas tasas bancarias vigentes. A partir de 1931, si bien no se han impedido los movimientos, se les ha despojado de su perniciosa influencia sobre las condiciones internas. Esto se ha conseguido por la política de la moneda barata y por medio de los Fondos de Estabilización. Es de suponer que, si se consigue una estabilidad más o menos permanente, este capital "vagabundo" perderá sus temores o sus intenciones especulativas, y se radicará definitivamente en el país de sus propietarios.-

Es de reconocer, de paso, la influencia política que estos capitales tienen y que significó la caída de siete ministerios en Francia hasta obtener el gobierno

de Poincaré; más recientemente, obligó a Daladier a romper con el Frente Popular. En Norteamérica, ha amenazado en diversas oportunidades a Roosevelt obligándole a rectificar los puntos extremos de su "New Deal" y en Inglaterra derrumbó en Septiembre de 1931 el Gabinete laborista.- Como se vé, la colaboración de estos capitales puede llegar a ser un poderoso factor para impedir la adopción de medidas gubernamentales de carácter social que afecten sus intereses.-

La afluencia de fondos a Londres a comienzos de 1932, permitió reducir el monto de la emisión fiduciaria de 275 a 260 millones, y aumentar el stock de oro del Banco de Inglaterra, simultaneamente con su reserva en el Departamento Bancario y los depósitos de los bancos comerciales. El Banco de Inglaterra, en lugar de neutralizar estos efectos comprando letras en el mercado, lo aumentó vendiendo.-

Como las letras sobre las cuales se operaba eran preferentemente del Tesoro por la gradual pérdida de importancia de las letras comerciales, el interés bajó con la puja para obtenerlas, y el mercado se encontró con que no había suficientes letras para cubrir la demanda.-

El dinero era abundante no solo por los fondos llegados del exterior, sino también por la expansión del crédito que producen. Con la Cuenta de Estabilización de Cambios operando, el Banco aumentaba o disminuía su stock de oro por operaciones de compra o venta de letras

a la Cuenta, según los límites a que deseara llevar las disponibilidades de los Bancos.-

Este aumento de disponibilidades vino a abaratar el precio de la moneda y del crédito, porque los Bancos se vieron forzados a invertir sus fondos en títulos en vista de que no se encontraban suficientes letras del Tesoro en el mercado, y consecuentemente los corredores no necesitaban tampoco adelantos para cubrirse. Los precios bajos de las materias primas demandaban menos recursos de las industrias, que además comenzaban a disponer de créditos "congelados" durante la crisis y que habían podido realizarse durante el período de recuperación. Por estas razones los adelantos de los Bancos al comercio y a la industria en general tardaron, a pesar de la baratura del crédito a llegar al nivel de 1929.-

Los fondos de los Bancos, al emplearse en títulos de la deuda, llevaron a bajos tipos de interés los rendimientos permitiendo a las autoridades las sucesivas conversiones que se realizaron con todo éxito. Se inauguró así la política de "cheap money" moneda barata, con el consiguiente progreso de los negocios, la industria y la disminución de la desocupación.- Este movimiento tuvo lugar en tiempo de corta duración, y la tasa bancaria bajó del 6% a principios de 1932, a 2% el 30 de junio del mismo año, manteniéndose hasta ahora al mismo tipo.-

El margen de dos puntos que existía tradicionalmente entre la tasa bancaria y la tasa por depósito desapa-

reció y los Bancos reciben depósitos (sujetas a preaviso) a un $\frac{1}{2}$ % de interés. Igualmente cayó la tasa del descuento y las letras del Tesoro llegaron a descontarse a intereses tan bajos como de $\frac{1}{4}$ %, estabilizándose luego de un convenio general entre los corredores, a poco más de un $\frac{1}{2}$ %.-

La baja de todas las tasas de interés dió estímulo a los préstamos a largo plazo y a buen tipo tan requeridos desde la restricción producida por la crisis. Estos préstamos se destinaron especialmente a la edificación que es el primer destino del dinero barato mientras renace la confianza.-

No falta quien haya encontrado peligrosa la política de la moneda barata, achacándola a coquicia del Tesoro, y mostrando rendimientos descendentes en tiempos de cargas impositivas ascendentes. El eje de la argumentación es que mientras por la política de la moneda dirigida se puede regular su monto, no se puede en cambio regular su velocidad, a pesar de lo cual todas las medidas se tomarían en la asunción de una velocidad constante. (1)

La política de mantener el dinero barato ha constituido un todo con el alza de los precios, la reflación, la estabilidad de la libra no aún determinado contenido de oro, sino al nivel de precios, la creación del área de la libra esterlina, y en fin, la creación de una prospe-

(1) Véase: Cheap Money - Its advantages & disadvantages - The Banks' Magazine. Sept. 1938. Pág. 366.-

ridad interna como el mejor medio de salir de la crisis y de cooperar a la recuperación mundial.-

La existencia de dinero abundante y barato es un factor restringente en la posibilidad de desarrollo de una próxima crisis cíclica:

"Podemos decir de inmediato que el factor monetario es todavía favorable, mientras que el sistema bancario es infinitamente más fuerte que en el desastroso período de 1930. No hay escasez de dinero; existen abundantes reservas de caja para formar la base de una ulterior expansión si tal se requiriera; los bancos están en condiciones y más que deseosos de proveer todo el crédito que pueda ser necesitado para construcciones capitales; y grandes cantidades de fondos invertibles han sido, por decirlo así, atesorados por propietarios privados, especialmente en forma de depósitos bancarios, bajo las condiciones descriptas" (1)

Esta confianza y estas facilidades son un síntoma halagüeño, sobre todo teniéndolo en cuenta que Inglaterra ve insumir en el gasto no reproductivo de los rearmamentos, ingentes capitales.

La obtención del dinero barato ha sido sostenida como una orientación cardinal de la política del Gobierno en repetidas ocasiones. En 1933 Mr. Chamberlain (2) declaraba "su convencimiento de que la política de la moneda barata era el indispensable respaldo para la recuperación

(1) Midland Bank Review. Junio-Julio 1938. "La próxima crisis".-

(2) Véase Crick F.W.- The Bankers' Magazine. Junio 1938.

económica". En 1936 mantenía que "aún era la mejor política para el país y para las necesidades del momento".(1) En 1937, el Gobierno declaraba que "no había razón para suponer que los requerimientos de nuestras fuerzas de defensa pudieran interferir con el mantenimiento de la política del dinero barato".-

9. LA CONSOLIDACION DE LA LIBRA Y EL CAMBIO DE POLITICA/

Acaba de verse que la política seguida a partir de 1931, definida como de aislamiento, y por medio de la cual Gran Bretaña propugnó su salida de la crisis.-

Esta actitud fué fruto de las circunstancias y de la tendencia encontrada con los países del bloque-oro. Mientras estos querían restablecer el equilibrio por abajo -deflación y fuertes economías- Inglaterra decidió pasar la crisis por encima,-devaluación y alza de los precios. Se trastocaba así la posición sostenida después de 1918 en que ambos grupos habían sustentado teorías diametralmente opuestas a las actuales. No puede negarse que ambos tenían parte de razón, aunque parezca paradójico, por cuanto Inglaterra estaba causada de la deflación y Francia y las demás potencias temerosas de la inflación. Donde residía la razón ? A nuestro juicio el error ha sido el de no acometer el problema de estabilización,-a un mismo tiempo.-

El Acuerdo Tripartito ha tenido el gran mérito de alcanzar a Gran Bretaña, Francia, y los Estados Unidos. Pero mientras las economías de Alemania e Italia perma-

(1) Westminster Bank Review - Junio 1936.

necean cerradas el comercio internacional no se podrá desarrollar sobre una base firme y estable, sobre la confianza recíproca.-

Aunque Chamberlain, al asumir su Ministerio de Hacienda en Noviembre de 1931, había expresado su desagrado por la moneda dirigida, lo cierto es que ha permanecido así por más de 7 años. La política de aislamiento consistió en la reducción del interés de la deuda pública, en la moneda barata, en la creación del bloc de la lira, en el alza de los precios, en el fomento del mercado interior, en la creación de la Cuenta de Estabilización de Cambios, en el control de los capitales flotantes y en la libertad de la libra para no comprometerse a un nivel fijo.-

Durante este tiempo las declaraciones del Gobierno han recalcado esta independencia, pero sin dejar de mencionar el deseo de una estabilidad general, de una vuelta al patrón oro, de un equilibrio en los distintos niveles de precios.

Todavía en Octubre de 1935, el Ministerio de Hacienda declaraba:

"Si este país fuese a retornar al patrón oro; si esto significara que no estaríamos libres por más tiempo de adaptar nuestra política con respecto al nivel de precios y a la moneda barata -tendríamos que ajustarlo de acuerdo a las condiciones actuantes en el interior sobre las cuales no tenemos control y en un momento en que los negocios internacionales se presentan complicados y en que grandes movimientos de capital, capaces de romper el equilibrio no están en manera alguna fuera de los límites de la posibilidad".- (1)

(1) Midland Bank Review. Oct.1935 - "19 12/935: a comparison, a contrast and a conclusion"

Aparte del aspecto positivo que estas declaraciones tenían respecto al mercado monetario interno, es de creerse que estaban destinadas también a asegurar a los países del bloque oro que Inglaterra no pensaba modificar su actitud.-

Cuando en 1936 el bloc de la libra esterlina señalaba los más altos índices mundiales, y en general una posición de progreso en la producción y los negocios, con los cambios consolidados y una buena situación económica, la ruptura del bloque oro dió lugar a un cambio de política.-

El Gobierno pudo concertar una acción conjunta con Francia y los Estados Unidos, cuyo efecto inmediato fué el apoyo mútuo en el sostén de los cambios y cuyas consecuencias posteriores serán la promoción del libre cambio y de los tratados comerciales.-

10. EL ACUERDO TRIPARTITO. (1)

Cuando Francia se vió precisada en Septiembre de 1936 a abandonar el patrón oro lo hizo previa conversaciones con las autoridades financieras de Londres y Nueva York, de la que surgió un entendimiento tendiente a mantener una política monetaria paralela.-

Este entendimiento tuvo la forma de una declaración común hecha por el Gobierno francés, el Tesoro Británico y el Ministro del Tesoro yanqui, y se conoce como el "Acuerdo Monetario Tripartito" del 25 de Septiembre de 1936.

(1) The Tripartite Monetary Agreement & Subsequent monetary arrangements - B.I. de Ajustes. Banden.- Enero 1937.

El Acuerdo afirma el común deseo entre los tres países de propiciar aquellas condiciones que mejor contribuyan a restaurar las relaciones económicas internacionales y de perseguir una política que tienda a promover la prosperidad en el mundo y a mejorar el nivel de vida de los pueblos.-

Se reservaba el derecho individual de servir primero los intereses de cada nación. Los tres países se felicitaban de la oportunidad de reafirmar su política monetaria uno de cuyos principales objetivos había sido el mantenimiento del mayor equilibrio posible en el sistema de los cambios internacionales y el de evitar cualquier disturbio en ese sistema por obra de los Gobiernos signatarios.-

El gobierno francés juzgaba, según su declaración, que la estabilidad deseada de las principales monedas solo podía ser asegurada sobre bases sólidas con el establecimiento de un equilibrio duradero entre los varios sistemas económicos, por lo cual había resuelto proponer al Parlamento el reajuste de su moneda. Los Gobiernos de Estados Unidos e Inglaterra daban la bienvenida a esta decisión en la esperanza de que serviría para establecer sobre fundamentos más sólidos la estabilidad de las relaciones económicas internacionales.- Los tres Gobiernos declaraban su intención de usar todos los recursos a su alcance para evitar en lo que fuera posible cualquier cambio considerable en el equilibrio monetario que resultara del propuesto reajuste. Se

convenía un sistema de consultas mutuas cuando se tuvieran por necesarias para mantener el statu quo.-

Los tres Gobiernos declaraban su certidumbre de que el éxito de esta nueva política estaba ligada al desarrollo del comercio internacional. Consideraban de particular importancia que se tomara inmediata acción para aliviar progresivamente el existente sistema de cuotas y de los controles de cambio con vista a su abolición.

Se invitaba, en fin, a otros países que quisieran cooperar con esta política a declararlo así y se confiaba en que ningún país intentaría obtener por medio de la devaluación ventajas competitivas en el cambio, con lo que se obstaculizaría el esfuerzo realizado para restaurar las relaciones económicas en una forma más estable.-

Bélgica se adhirió al siguiente día con una declaración en los mismos términos del Acuerdo Tripartito. Suiza y Holanda se adhirieron el 31 de Noviembre de 1936, habiendo ambos países abandonado también el patrón oro.-

El 13 de octubre de 1936 el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos formuló una declaración referente a la venta de oro para exportar por la cual el Tesoro se comprometía a vender oro para exportar o "marcarlo" por cuenta de los Fondos de Estabilización de aquellos países que estén asimismo dispuestos a vender oro a los Estados Unidos, siempre que tales ofertas fuesen en los términos, tipos y condiciones que el Secretario consi-

derara ventajosas para el interés público. El Secretario anunciaría los nombres de los países que estuviesen dispuestos a cumplir con las condiciones expresadas. El precio de venta se fijaba a \$ 35, por onza de fino más un cuarto por ciento de recargo por comisión y gastos.- El mismo día y por otra declaración se nombraba a Francia e Inglaterra como cumpliendo con los requisitos indicados.- El 24 de noviembre se incluyeron Bélgica, Suiza y Holanda.-

A su vez Francia e Inglaterra declararon que sus fondos de estabilización cooperarían con los de Estados Unidos, Bélgica, Suiza y Holanda en el mantenimiento de las nuevas paridades.-

"The Statist" (1) al hacer referencia al acuerdo y a la declaración de los Estados Unidos los saludaba como un "directo paso hacia la reasunción de una nueva forma del patrón oro". Aunque el precio entre el oro y la libra pueda variar dentro de ciertos límites, lo importante era que aquel país "permitiría la libre entrada y salida del oro".-

Los puntos más importantes del acuerdo son la promoción de un sistema de libres movimientos del oro para las transferencias internacionales de capitales y saldos, el apoyo mutuo para mantener la estabilidad monetaria y el compromiso de no iniciar una carrera competitiva de devaluaciones para adquirir ventajas en el comercio internacional por medio del cambio.-

(1) 17 de Octubre 1936.-

El acuerdo tenía la ventaja de no exigir una rigida estabilización, lo que permitía una fluctuación relativa en el precio del oro como para contrarrestar movimientos súbitos. Sin embargo retenía el oro como medio de cambio internacional y como base de los sistemas monetarios.-

Con motivo de debilidad del franco francés y las repetidas devaluaciones sufridas se han formulado objeciones al funcionamiento del Acuerdo Tripartito, y se ha preguntado si Francia no transgredía el compromiso de no buscar ventajas competitivas por medio de la depreciación.-

Sin embargo la fijación de la nueva paridad oro del franco al tipo de 179 por £ ha sido obtenido luego de conversaciones con Inglaterra y Estados Unidos por el efecto que tal medida podría tener con respecto al Acuerdo Tripartito. M. Daladier y su Ministro Paul Reynaud han declarado terminantemente que esta es la última devaluación que puede soportar el franco si se quiere evitar la bancarrota, aclarando al mismo tiempo que tal medida no está inspirada en modo alguno en fines competitivos ni se pretende con ella procurar a Francia ventajas especiales en su comercio exterior.-

Claramente Francia necesita producir más y reducir el nivel de vida de su población si pretende rearmarse al mismo paso que otros países, y posiblemente Inglaterra y Estados Unidos han reconocido que la subvaluación del franco, natural a dicho tipo de cambio, no es un precio demasiado alto de pagar para mantener a Fran-

cia fuerte, que es elemento indispensable de la paz europea.-

11. POLITICA DE COLABORACION.

La colaboración entre los países adherentes al Acuerdo Tripartito, ha ido tomando forma a través de la experiencia y práctica. Las relaciones entre el dólar y la libra se basan, por el momento, en la presunción de que los Estados Unidos van a continuar su compra de oro al tipo fijado de 35 dólares la onza, y que, si la oportunidad se presentara, van a vender oro al mismo precio. Esta presunción está condicionada, sin embargo, a la estabilidad del tipo actual, que puede ser modificado con 24 horas de aviso, sin intervención del Congreso americano.-

El dólar se ha mantenido fijo, con respecto al oro, durante 5 años y toda la experiencia es de que considerándose la tendencia del movimiento de capitales esta relación no se modificará en un futuro cercano. Pero el centro de las operaciones ha sido principalmente Londres, por la existencia de un mercado libre de oro y la facilidades disponibles para operar en los cambios. No solo los países del bloque de la libra utilizan esta plaza como intermediaria sino que en general pasan por ella una buena parte de los movimientos de emigración y repatriación de capitales.-

La existencia del acuerdo tripartito no ha significado rigidez absoluta en los cambios, como lo habían las fluctuaciones del franco francés que se ha desprecia-

do desde la primera declaración, en septiembre de 1936 hasta noviembre de 1938, en más de un 40 %, de 110 a 179 frs. por £. "Este movimiento ha tenido lugar sin poner en peligro el sistema de colaboración basado en el Acuerdo Tripartito", y bajo condiciones que han permitido proteger una de otra manera incontrolable, discreción del franco".- (1)

El conocimiento de que la £ estaba sobrevaluada al nivel de \$ 5.00 a que se cotizaba hace poco tiempo ha permitido con la aquiescencia de los Estados Unidos aprovechar el movimiento de capitales hacia este país, provocado por la crisis checoeslovaca.-

En efecto, la cotización actual, (noviembre de 1938) de \$ 4.70 por £ significa que la cuenta de estabilización de cambios ha aflojado el sostén de su moneda, con vistas a esa leve depreciación que se considera necesaria. Este ajuste hubiera sido remoto o imposible bajo el patrón oro, libre, pero lo más destacable es el acuerdo con que han procedido ambos gobiernos.-

11. EL MERCADO DEL ORO. (2)

Londres es asimismo el único mercado libre para comprar y vender oro libremente que queda en el mundo y donde las operaciones se realizan diariamente por medio de la fijación de precios.

Cada día a las 11 de la mañana, en el local de Messrs. N.M.de Rothschild & Sons, en New Court, St. Swithin's Lane

(1) Véase Midland Bank Review. Oct.Nov.1938.-

(2) Datos del Journal of the Institute of Bankers of South Africa. Dic.1937. Pág.517.

E.C. en la City de Londres se reúnen representantes de seis firmas: la citada; Jhonson, Matthey & C.; Mocatta & Godsmid, Samuel Montagu & C., Pixley & Abell y Sharp & Wilkins, que tienen en sus manos las ordenes de "comprar" y "vender" de las respectivas casas. Luego de discutido un precio, que se inicia con la paridad del dólar o la cotización del día anterior se llega al "precio del día" en que las ordenes de compra se equilibran con las de venta, ya sea subiendo o bajando el precio original. La unidad es la barra de 400 onzas troy que al precio actual significa más o menos £ 2830.- La cotización es por onzas, en chelines y peniques, siendo la variación menor $\frac{1}{2}$ penique.-

En otros tiempos se compraba a término pero por recomendación de las autoridades las firmas operan en estas condiciones solo cuando les consta que la transacción no tiene carácter especulativo.-

Hay tres categorías de compradores: para arbitraje, para atesorar y la cuenta de estabilización de cambios. Para uso industrial se trafica muy poco porque el oro viejo valorizado alcanza para las necesidades.-

El arbitraje consiste en la compra de metálico, para embarcarlo a Estados Unidos si el precio del oro está por debajo de la "paridad de embarque", es decir cuando conviene más comprar oro y remitirlo, que comprar dólares a la cotización del día. La paridad varía con la cotización -libra-dólar- manteniéndose fijo el precio de compra del dólar a \$ 35 la onza de fino. Los gastos de

envío (sin riesgo de guerra) alcanzan a $11\frac{1}{2}$ peniques por onza; por lo tanto si la tasa dólar-libra está a \$ 4,95 $\frac{3}{4}$, equivalente a 141.5 2 $\frac{1}{2}$ d. la onza a 140/2 $\frac{1}{2}$ habría $\frac{1}{2}$ d. de descuento y convertiría embarcar.-

La producción de los dos países más importantes Sud Africa y Rusia no se vende en este mercado sino que es tomado directamente por el Banco de Inglaterra.-

13. ESTERILIZACION DEL ORO

La producción de oro ha aumentado considerablemente desde que se procediera al abandono del patrón metálico en Inglaterra y se devaluara el dólar, el franco y otras monedas.-

El monto, en millones de dólares oro de la antigua paridad ha sido el siguiente:(1)

		Porcentaje del aumento anual
1929	384.9	0,6
1930	400.6	4,2
1931	426.1	6,2
1932	461.7	8,4
1933	468.8	1,5
1934	481.3	2,6
1935	514.1	6,8
1936	568.8	10,6
1937	608.1	6,9

Si se considera que a los contenidos actuales de la moneda esta producción es aún mayor en alto grado de la que aparece en estas cifras, podrá apreciarse que el respaldo metálico existente debería dar lugar a una gran expansión del medio circulante.-

(1) Aperçu de la situation monetaire. 1937-38.

No solo el aumento de la producción de oro, sino también su acumulación en unos pocos países:

Reparto de las reservas de oro; en porcentajes (1)

	fin de 1929	1932	1936	1937
Estados Unidos	40	36	51	55
Francia	17	27	14	11
Reino Unido	7	6	12	12
Bélgica, Suiza, Holanda	5	10	8	9
	69	81	85	87
Trece países del bloque 2	6	6	6	5
Alemania, Italia, Japón	14	6	3	2
Otros países	11	7	6	6
	100	100	100	100

Los países cuyas reservas se han visto más considerablemente aumentadas, han debido recurrir al proceso llamado "esterilización del oro", para evitar una expansión excesiva del volumen de la emisión y de los medios de pagos y mantenerlos dentro de las necesidades económicas y en concordancia con el nivel de precios internos.

El país más afectado es Estados Unidos y se ha creado la "cuenta de Oro Inactivo" a la que se destinan las nuevas entradas de oro al país que excedan de 100 millones de oro por trimestre por medio de la emisión de títulos. Se han aumentado, además, las reservas mínimas de los Bancos de la reserva federal, y aún en la práctica los encajes reales exceden considerablemente de los mínimos exigidos.-

(1) Aperçu de la situation monétaire. 1937-38.-

Holanda, y en cierto momento la Argentina, han debido recurrir a la esterilización del oro para evitar el efecto de la afluencia de fondos. En Francia, la esterilización no es oficial, pero existen en cierto modo en razón del atesoramiento particular de oro o de divisas extranjeras. Este atesoramiento es indudablemente una forma de esterilización, ya que sus dueños se resignan a tener su metal inactivo e improductivo.

En Gran Bretaña el proceso se ha llevado a cabo, por medio de la Cuenta de Esterilización de Cambios. Estando autorizada a disponer de 575 millones de libras, puede emitir Letras del Tesoro en el mercado cada vez que se vea precisada a vender moneda inglesa a cambio de oro o divisas extranjeras.-

Estas Letras rinden un interés mínimo de poco más de $\frac{1}{2}$ % anual, por lo que puede calcularse que a Inglaterra la esterilización de 500 millones de £ de oro le cuesta alrededor de 3 millones al año. Este precio es suficientemente bajo si se tienen en cuenta las ventajas que le reporta a la industria un bajo tipo de interés e indudablemente la existencia de estos fondos extranjeros es lo que ha producido el descenso de todas las tasas del mercado monetario.-

Una buena cantidad de oro se ha esterilizado disminuyendo el monto de la emisión fiduciaria de 260 a 200 millones de libras. En 1928 se aprobó la ley que amalgamaba las emisiones de billetes del Tesoro existentes desde la guerra con la del Banco de Inglaterra.-

Contra la obligación de redimir aquellos el Banco vio aumentada la autorización de emisión fiduciaria a 260 millones, según el procedimiento que había recomendado el Informe Cunliffe en 1913.

En 1936, cuando las existencias de oro de la Cuenta habían agotado sus disponibilidades en libras, transfirió al Banco 65 millones en oro, y esto disminuyó la emisión fiduciaria de 260 a 200 millones, aumentando la circulación total en 5 millones. Esta operación se practicó sin ningún inconveniente, por lo que se formularon algunos pedidos de que se respaldaran la emisión fiduciaria con oro, ahorrándose así el interés correspondiente en las letras del tesoro.

No parece que esto precisamente fuera conveniente por cuanto la Cuenta debe responder con sus reservas a los repentinos movimientos de capitales, tal como está pasando en estos momentos, noviembre de 1938, en que es fácil apreciar una "huida" de la liga.-

La esterilización ha tenido por resultado a eliminar en forma cada vez más amplia los efectos que el influjo de los capitales y de oro tenían en el monto de la circulación y por ende en el nivel de precios.- Este nivel se mantiene relativamente más estable desde que se suprime una de las fuentes principales de fluctuación y se lo deja librado al efecto de las otras causas económicas que inciden en su estructuración.-

La revista del Midland Bank (1) dice al respecto:

(1) Editorial Junio-Julio 1938.- Pág.4.

"Ha sido enteramente raro que los movimientos de oro por sí mismos hayan tenido algún efecto apreciable en las condiciones monetarias del país que gane o pierda oro".-



C A P I T U L O V I I
-----C O N C L U S I O N E S

El funcionamiento del patrón oro antes de la guerra permitió durante un largo período, el mantenimiento estable del nivel de precios y de las paridades monetarias entre los principales países.-

Numerosas causas provocaron luego, hasta 1931, disparidades de consideración en el precio del oro con relación al nivel general de precios. Una depreciación máxima del oro en los Estados Unidos, de un 40% puede señalarse en 1920; en 1933 llegó a una máxima apreciación, en el mismo país, de un 70%, ya que el nivel de precios había descendido a 60 según el índice de los precios mayoristas.-

Quiere decir esto, que si bien el patrón oro pudo seguir prestando su utilidad como unidad monetaria universal, en cambio su función en relación al nivel de precios fué un rotundo fracaso.-

El problema ya había sido vislumbrado y acometido por John Maynard Keynes en su libro: "A Tract on Monetary Reform" (1924). Aunque reconociéndose el brillo de su análisis, fué recién con el Informe Macmillan y el abandono del patrón oro que se le dió la debida consideración.-

Se vió entonces que la estabilidad de los cambios, de suma importancia para el comercio internacional, no

coincidía con el mantenimiento del nivel de precios, eje de la estructura económica.-

Cuando la depresión forzó una extraordinaria baja de precios, obligando a los países uno a uno a abandonar el patrón oro, planteóse la cuestión general entre mantener los precios internos o mantener la paridad metálica.-

La alternativa tenía validez sólo para los países económicamente fuertes; los países deudores, que solo cuentan con la venta de su producción de materias primas para afrontar compromisos, no podían sino devaluar sus monedas.-

Inglaterra, país acreedor, optó por levantar sus precios dejando el oro, cuya valorización había llegado a alturas irremontables para la industria. Se hizo a un lado la paridad monetaria, puesto que el patrón oro impedía la expansión del crédito, -y en consecuencia, de la producción- más allá de ciertos límites.-

La depreciación concede una ventaja a las industrias de exportación o a las que abastecen el mercado interno en competencia con la importación. En un momento como el de la gran crisis, permite restaurar el equilibrio perdido entre los precios y los costos de producción; mientras el país que la adopta puede expandir el crédito y con ello el poder adquisitivo del público, disminuyendo la desocupación, los países que permanecen adheridos al oro deben restringir el poder adquisitivo del público so pena de desequilibrar su balanza comer-

cial. Esta restricción lleva a su vez consigo el descenso de la producción y la desocupación.-

Era indudablemente difícil para Inglaterra romper con una tradición secular: el cambio es debajo de la calma superficie- fundamentalmente revolucionario. Se ha adoptado un nuevo patrón: el índice de precios, y se ha definido que la política monetaria debe considerar en una sola apreciación la circulación y el crédito.-

La teoría de que es previa la estabilización de los cambios, sostenida por Francia en la Conferencia Económica de Londres, fué definitivamente desechada, imponiéndose en cambio el principio de que la situación mundial solo puede reaccionar a través de las mejoras de las economías individuales de cada país.-

La libra esterlina se ha impuesto por lo demás, como un patrón monetario en sí misma, "el mejor patrón que el mundo ha conocido desde 1914"(1). Bajo su signo, y pese a su inconvertibilidad se desarrolla más de un tercio del comercio mundial. El oro, como "único bien universalmente aceptado para la cancelación de deudas" al decir del Banco Internacional de Ajustes, sigue y seguirá teniendo su valor, y hasta puede suponerse que lo aumente. Pero lo importante es que la política monetaria inglesa a partir de 1931 ha independizado el patrón monetario de la sujeción a una mercadería de valor variable, el oro, y ha demostrado que el respaldo de una moneda reside más bien en el fun

(1) MORGAN WEBB - The Donorfall of the Gold Standard.

cionamiento de la estructura económica de cada país.-

El desequilibrio 1930-1933 fué general, y la depreciación de todos los signos monetarios, en conjunto, tuvo lugar respecto del oro. Si las monedas se desligan del oro, como todas no pueden depreciarse al mismo tiempo respecto de otras, es difícil que una crisis de la magnitud de aquella pueda repetirse.-

FUNCION ACTUAL DEL ORO.

Los partidarios del patrón oro en Inglaterra se han visto sorprendidos por el fracaso con que terminó su temporal funcionamiento 1925-1931. A los siete años de su abandono muchas ventajas internas se han comprobado: moneda barata, estabilidad de la libra, aumento de la producción, de la exportación, del número de obreros ocupados, y algunas realmente inesperadas como la restauración de Londres como mercado financiero a una altura que no pudo lograr en 1925-1931. Contra estas ventajas puede aducirse la inestabilidad de las otras monedas; lo que tal vez podría probarnos que la £ es estable por su enorme respaldo económico, bajo el oro o fuera de él, o no también que a las monedas débiles no le es suficiente la ligazón al oro.-

Los economistas partidarios del patrón oro han creído que el mal radicaba en el anormal funcionamiento, en el no cumplimiento de la "ley no escrita del oro" por parte de algunos países; y que si se regulasen convenientemente sus movimientos, volvería a ejercer toda su benéfica

influencia y su poder estabilizador.-

El Comité Financiero de la Liga de las Naciones ha preparado planes para ese regular funcionamiento; el Banco Internacional de Ajustes insiste frecuentemente en su adhesión incondicional al oro y en la necesidad de fijar un determinado contenido de metal a cada moneda; el Plan Van Zeeland pareció contar con el beneplácito de las principales naciones económicas; el Banco de Inglaterra a través de su gobernador Mr. Montagu Norman, sostiene tanto psicológica como naturalmente el valor del oro; pero prácticamente no se ha llegado a comprometer la voluntad de los países interesados porque las condiciones son enteramente diferentes a las anteriores a la guerra.-

No existe posibilidad de que, por el momento, Inglaterra vuelva al patrón oro. La razón es que no existiría en ello ventaja práctica alguna; la estabilidad de la libra está más asegurada ahora que en momento alguno entre 1925 y 1931, las reservas metálicas han aumentado, la industria se ve favorecida con bajos tipos de interés, y la confianza ha renacido. El valor de la libra no está ya fijo, y se lo ha podido dejar bajar cuando se ha considerado el signo sobrevaluado, como acaba de suceder.-

El oro, mediante su cotización en el mercado libre de Londres sigue dando la vinculación con el dólar. Aunque con más razón podría decirse, inversamente, que la relación dólar-libra fija el precio del oro en el mercado.-

Mientras Estados Unidos mantenga un precio de compra

fijo, para el oro, de \$ 35.- la onza, y mientras este precio sea conveniente para los productores de acuerdo con sus costos, el oro seguirá extrayéndose de las minas.-

Hasta cuando perdurará esta situación? Los Estados Unidos influyen a través de su ligazón con el oro, en los niveles de precios de Francia, Inglaterra o cualquier otro país que se haya comprometido a su vez a vender oro por medio de sus Cuentas o Fondos de Estabilización. Pero al mismo tiempo todos estos países esterilizan oro que afluye de las minas en cantidades considerables. Si Estados Unidos abandonara su precio fijo de compra, y lo adquiriese en la forma que actualmente lo hace Inglaterra, por medio de su Fondo de Cambios, el oro encontraría por sí mismo un precio de equilibrio de acuerdo a la oferta y la demanda. Se eliminaría así el inútil y costoso proceso de la esterilización, y, dejando que la oferta se extendiera a los países actualmente desprovistos de stock, se procedería a una redistribución más lógica de las reservas metálicas.-

El oro tendría entonces la utilísimas función para la que está destinado: servir de medio de pago internacional, pues es difícil que por mucho tiempo se pierda la fé que en él se tiene. "El oro es todavía considerado como depositario de valor, poseyendo más esta cualidad que la mayor parte de los bienes presentes. Contrariamente a lo que sucede con los demás bienes, parece dar a su poseedor un alto grado de seguridad en su converti-

bilidad en cualquier tiempo que quiera realizarlo? (1)

Cual es el inconveniente mayor de la inconvertibilidad y el manejo de la moneda? La versatilidad de los gobiernos. No se puede, efectivamente, -como bien lo dice el Prof. Gendra- contar con la sabiduría de los hombres de Estado. Pero también hay que reconocer que los banqueros y estadistas permitieron la inflación del crédito de 1927, y bajo el patrón oro. Porque si este dista de ser automático, el crédito es esencialmente manejable y manejado.-

En cuanto a corregir los errores humanos, ni uno ni otro sistema puede ser eficaz. El peligro es que la moneda inconvertible pueda ser más asequible a la inflación. Pero cuando los gobiernos han querido recurrir a la emisión, poco les ha obstaculizado el patrón oro: los expedientes son numerosísimos y también lo son los ejemplos, y no sólo sudamericanos.-

LA LIBRA CONSTITUYE UN PATRÓN POR SI MISMA.-

El poder económico de Inglaterra hace de su moneda un eje alrededor del cual giran las divisas de una cantidad de países. Aun con respecto a la preguerra, bajo un patrón oro casi universal, el Profesor Cassel puede referirse al sistema internacional de cambios como un "patrón esterlina". "El patrón oro de la pre-guerra, -dice- no sería inadecuadamente descripto como un bloque de de la libra, aunado por la posición de Londres como cen-

(1) Midland Bank Review - Junio 1938, Pág.5.-

tro financiero del mundo, y por el servicio de la libra esterlina como medio generalmente reconocido de pagos internacionales".-

Esta posición se ha consolidado por la política económica de Inglaterra: voluntad de prestar tanto a corto como a largo plazo su exceso de capitales, y libertad de su mercado para las producciones de todo el mundo. Sus ciudadanos han prestado el dinero, han financiado las operaciones, han construido y exportado los materiales adquiridos, los han transportado e instalado, los han asegurado, muchas veces los han administrado, han adquirido los productos naturales que Gran Bretaña necesitaba, y los han comerciado.-

En todo este proceso las operaciones se realizan en libras: en todo momento y en todas partes del mundo esta moneda es ofrecida y aceptada.-

Cuando en 1931 Inglaterra desliga la libra del oro, no deja que se desmorone la construcción que le ha llevado siglos de labor. Las monedas de sus colonias, de sus Dominios, de los países escandinavos y del Báltico, se deprecian conjuntamente y fijan su paridad, no a un contenido menor de oro, sino a la libra esterlina y están dispuestos a seguirla en sus fluctuaciones, pese a su inconvertibilidad. Inglaterra busca y obtiene la formación de un "bloque de la libra esterlina" y plasma su política de comercio interimperial, ensanchando la zona de otros países en cuyo tráfico económico tiene importancia decisiva. Dentro de este bloque, la base de las

operaciones internacionales es la £.-

De este modo el campo de acción de la £ no está limitado por el balance de pagos inglés, sino por el de todos los países incluidos en el bloque. Un saldo general favorable mejora la posición de la libra, desde que las reservas se acumulan en esta moneda; una deserción, como la transferencia de dólares de capitales escandinavos, por ejemplo, o la situación individualmente desfavorable de uno de sus miembros, afecta su cotización.-

Con toda razón puede decirse que la libra constituyó un patrón por sí misma para un tercio del comercio mundial. No cabe duda de que la zona de su influencia se extenderá, desde que su único posible rival, los Estados Unidos, está demasiado oostreñido a su situación interna y por repetidas veces ha declarado desinteresarse por el comercio exterior. El curso normal ha de ser una creciente preponderancia de Inglaterra mientras renazca la confianza, porque este país tiene un superior espíritu de empresa, de "pioneer" que le permite encontrar seguridades mientras los demás solo ven posibilidades. Cuando los otros países con disponibilidad de capital o de exportación sigan los pasos de Inglaterra, deberán aceptar su nueva política monetaria como antes aceptaron el patrón oro.-

La libra papel ha cumplido perfectamente en sus pocos años de existencia, su función de patrón monetario. Se predijo ya en Ottawa que la libra no se estabilizaría

sino al nivel en que los precios equilibraran a los costos en forma tal que pudiera eliminarse la desocupación, y que las deudas pudieran ser canceladas sin violencias. Ha permanecido lo bastante estable como para no significar obstáculo alguno a la recuperación comercial, durante bastante tiempo. En esto la labor de la Cuenta de Estabilización de Cambios ha sido efficacísima; pero aún no ha desaparecido la desocupación, y el cumplimiento de las obligaciones exteriores es aún penoso para muchos países, entre los cuales, sin ser el más afectado, debemos señalar a la Argentina.

Pensará Inglaterra haber llegado al límite ideal para la estabilización? No han habido declaraciones al respecto, como no extraña dentro de la habitual reserva de sus hombres de Estado. Nuestro juicio es que Gran Bretaña le haría un gran bien a su economía y al comercio mundial si persistiera en una política de suba de precios, lento pero continua, ahora que se ve libre de la barrera que el patrón oro impone a la expansión del crédito y de la producción.-

Esta política podría ser un punto cardinal para las fuerzas reunidas por el Acuerdo Monetario Tripartito, sin dejar de reconocer que lo que más falta hace al desarrollo económico es el apaciguamiento político y el renacimiento de la confianza entre los pueblos que perdimos en 1914.-

EL PROBLEMA MONETARIO EN LA ARGENTINA.

Cual es nuestro problema monetario? Sobre la nece-

sidad de estabilizar el peso no hay discrepancias, aunque existen en cuanto a los medios de llevarla a cabo. Pero hay otro punto que solucionar, además: la separación entre el monto del crédito interno, de capacidad adquisitiva y productiva que nos hace falta para desarrollar nuestra economía, con nuestros propios medios especialmente, y el valor adquisitivo del peso en el exterior.-

Inglaterra lo ha solucionado por la acción de la Cuenta de Estabilización de Fondos, como se ha visto, y aprovechando con suma eficacia su disponibilidad de capitales.-

En nuestro país, cual es el efecto de tener un tipo diferente para los cambios del exterior y al exterior? Nuestra producción exportable tiene un precio mundial que es muy difícil modificar desde aquí: a cualquier tipo de nuestro cambio el país recibirá el mismo importe en divisas extranjeras. Los mercados que podrían mostrar cierta elasticidad interna con respecto a las fluctuaciones de los precios, tienen una demanda externa poco elástica, especialmente las carnes. Los granos tienen una salida fija enteramente independiente del precio obtenido; solo nos beneficiaríamos en cuanto a lanas y cueros.-

De manera que nuestra exportación difícilmente está influida por el volumen de los medios de pagos.-

Si este aumentara, bajo el patrón oro o manteniendo una ligazón fija a un signo extranjero, crecerían nuestras adquisiciones en el exterior, peligrando la estabilidad que se trata de conseguir. En cambio, la fijación

de un tipo superior de venta de las divisas, restringiría forzosamente las importaciones, y otras salidas como gastos turísticos o remesas de dividendos al exterior.-

La restricción de las importaciones puede hacerse por la contracción del volumen de medios de pagos, método oculto o por el método abierto de cuotas, tarifas, o control de cambios. Este método es el que se lleva todas las inyecciones, y por cierto merece buena parte de ellas, por lo que frecuentemente tienen de injustas y discriminatorias.-

Dentro de estos males, la restricción por medio del precio de los cambios es la más homogénea y la que menos afecta a la libertad de comerciar.-

Si puede combinarse este límite a las importaciones con una medida expansión del crédito, (en manos de gobiernos suficientemente capaces como para no caer en la inflación) el país puede gozar de una posibilidad de incremento en la producción no exportable, que le es sumamente necesaria.-

El problema monetario está necesariamente vinculado a un imperativo presupuesto sin déficit, comprendiéndose aún las Obras Públicas, que por un principio falso pero rápidamente aceptado por todos, se financian por medio de títulos. Nuestro país se permite un presupuesto fuera de proporción con la renta nacional, si se considera que somos un país deudor y que necesita aún grandes capitales para su desarrollo. El presupuesto no debe ab-

sorber el ahorro nacional, en forma de emisión de títulos, es decir debe ser absolutamente equilibrado. Un segundo principio es que no debe exigir de los contribuyentes fondos que estos emplearían por sí mejor que el Estado, y por último el Estado debe disponer sus inversiones en el orden de su más alta productividad social.-

El estudio analítico de este problema llevaría muchas páginas y estaría fuera de la órbita de este trabajo, pero la investigación realizada señala la necesidad de su planteamiento, que siempre es un paso adelante en el camino de su solución.-

Una vinculación más de nuestra situación frente a la política monetaria inglesa deriva de la exportación de capitales. Inglaterra la ha resumido hacia sus Dominios, y es previsible que dentro de pocos años, si la financiación de su rearmamento se lo permite, continúe su aporte financiero a la Argentina. Lo mismo puede decirse de los Estados Unidos, y para ello cuenta el país con un limpio historial como deudor.-

Sin embargo, los ofrecimientos de capitales, que no han de tardar en llegar, deben obligarnos a reconocer que solo pueden aceptarse aquellos destinados a obras reproductivas, que expandan o abaraten nuestra producción. Tanto mejor si se trata de la canalización de ríos, el aprovechamiento de energía hidráulica, la explotación de minas o el establecimiento de industrias, pero cuanto debe cuidarse el país de no recibirlos para fines suntuarios.

ricos o no reproductivos ! Y también de que no nos lleguen desordenadamente, para luego paralizarlos, con las consiguientes perturbaciones en nuestra economía. No debe olvidarse que préstamos en tales condiciones de los Estados Unidos a toda América Latina, fueron, al restringirse, una de las más importantes causas de la crisis mundial.-

A P E N D I C E

I

GOBIERNOS INGLESES

1913	Asquith H.H.	(Liberal)
1915	Asquith H.H.	(Coalición)
1916	Lloyd George D.	(Coalición)
1922	Bonar Law A.	(Conservador)
1923	Baldwin S.	(Conservador)
1923	Mac Donald R.	(Coalición socialista-liberal)
1924	Mac Donald R.	(Laborista)
1924	Baldwin S.	(Conservador)
1929	Mac Donald R.	(Laborista)
1931	Mac Donald R.	(Coalición Nacional)
1935	Baldwin S.	(Coalición Nacional)
1937	Chamberlain N.	(Coalición Nacional)

II

CIRCULACION (en millones) Y TIPOS MAXIMOS Y MINIMOSDE LA TASA BANCARIA

	<u>Banco de</u> <u>Inglaterra</u>	<u>Billetes</u> <u>del</u> <u>Tesoro</u>	<u>Reservas</u> <u>oro</u>	<u>Mínima</u>	<u>Máxima</u>
1913	29.6	-	32.8	3	3
1914	28.9	38.5	51.1	3	10
1915	35.2	103.1	54.9	5	6
1916	39.7	150.1	59.2	5	5
1917	45.9	212.8	79.1	5	6
1918	70.3	323.2	91.4	5	5
1919	92.1	356.1	127.7	5	6
1920	134.5	368.2	128.1	6	7
1921	107.1	325.6	128.4	5	7
1922	102.9	295.4	128.1	3	5
1923	105.1	292.7	126.7	3	4
1924	101.3	296.3	144.6	4	4
1925	88.5	296.7	151.1	4	5
1926	84.5	296.5	154.6	5	5
1927	82.3	296.1	153.3	4½	5
1928	378.3	-	146.1	4	5
1929	379.6	-	148.3	4½	6½
1930	368.8	-	121.3	3	5
1931	364.2	-	120.6	2½	6
1932	371.2	-	191.7	2	6
1933	392.0	-	192.8	2	2
1934	405.2	-	200.7	2	2

	<u>Banco de Inglaterra</u>	<u>Billetes del Tesoro</u>	<u>Reservas oro</u>	<u>Mínima</u>	<u>Máxima</u>
1935	424.5	-	314.2	2	2
1936	467.4	-	317.4	2	2
1937	505.3	-	345.3	2	2
1938 (22/X)	486.4	-	326.4	2	2

III

CIRCULACION MONETARIA EN BILLETES (en millones)

	<u>ARGENTINA</u>	<u>GRAN BRETAÑA</u>	<u>EE.UU.</u>	<u>FRANCIA</u>
	\$	£	0\$.s.	Frs.
1929	1247	379.6	4.578	68.571
1930	1261	368.8	4.603	76.436
1931	1245	364.2	5.360	85.725
1932	1339	371.2	5.388	85.028
1933	1214	392.0	5.519	82.613
1934	1171	405.2	5.536	83.412
1935	1178	424.5	5.882	81.150
1936	1302	467.4	6.543	89.342
1937	1359	505.3	6.550	93.837
1938 (Sept.) 1292		480.4	6.470	99,065

IV

RESERVAS DE ORO

(En millones de dólares oro a la antigua paridad)

	\$	(1) \$	\$	\$
1929	405	711	3.900	1.631
1930	411	722	4.225	2.099
1931	252	590	4.051	2.683
1932	246	587	4.045	3.257
1933	238	933	4.012	3.015
1934	233	933	4.865	3.213
1935	232	977	5.980	2.598
1936	296	1529	6.649	1.769
1937	277	1594	7.336	1.516

(1) Sin la C.E.de Cambios: 31/3/37 : 551 millones
31/9/37 : 825 millones.

V

GRAN BRETAÑA

DEUDA PUBLICA Y SU SERVICIO

(en millones de £)

	Deuda	Servicio	
1689	0,66		Guillermo III
1727	52	2	Jorge II
1756	75	2)
1763	133	5	{ Guerra de 7 años
1775	127	4	}
1784	243	9	{ Guerra Ind. Amer.
1793		9	}
1815		32	{ Guerra con Napoleón
1817		31	}
1854	802	27)
1857	837	28	{ Guerra de Crimea
1899	635	23	{ Guerra Boer
1903	798	27	}
1914	708	24	
1915	1.162		
1916	2.189		
1917	3.906		
1918	5.890		
1919	7.481		
1920	7.876		
1927	7.633	378.8	
1928	7.631	367.6	
1929	7.620	352.7	
1930	7.596	355.6	
1931	7.583	359.	
1932	7.648	322	
1933	7.860	308	
1934	8.030	224	
1935	7.902	224	
1936	7.902	224	
1937	7.910	224	
1938		224	

VI

RESUPUESTO DE GRAN BRETAÑA E IMPUESTO A LA RENTA

	<u>Ingresos</u>	<u>Egresos</u>	<u>Chelines y peniques x £</u>
1914 - 1915	226.000.000	562.000.000	1/8
" 1916	336.000.000	1.558.000.000	3/0
" 1917	573.000.000	2.199.000.000	5/0
" 1918	707.000.000	2.697.000.000	5/0
" 1919	889.000.000	2.579.000.000	6/0
" 1920	1.339.000.000	1.665.000.000	6/0
" 1921	1.376.485.000	1.124.661.000	6/-
" 1922	1.068.480.000	997.776.000	6/-
" 1923	864.155.000	737.929.000	5/-
" 1924	787.358.000	699.029.000	4/6
" 1925	749.056.000	700.397.000	4/-
" 1926	758.112.000	722.150.000	4/-
" 1927	750.801.000	727.495.000	4/-
" 1928	786.024.000	716.785.000	4/-
" 1929	779.235.000	703.331.000	4/-
" 1930	756.071.000	722.846.000	4/-
" 1931	795.761.000	755.207.000	4/6
" 1932	793.482.000	760.610.000	5/-
" 1933	767.701.000	773.550.000	5/-
" 1934	750.079.000	711.181.000	5/-
" 1935	742.879.000	722.074.000	4/6
" 1936	778.695.000	763.288.000	4/6
" 1937	824.716.000	817.186.000	4/9
" 1938	872.580.000	833.250.000	5/-

VII

PRODUCCION Y PRECIO MEDIO Y VALOR DEL ORO

	Millares de onzas	La onza troy		Valor en dólar. ant. para
		en £	en dólares	
1913	22.280	84/11	20.67	460.5
1920	16.300	84/11	20.67	336.9
1922	15.390	95/-	20.67	318.3
1926	19.290	84/11	20.67	398.9
1928	18.290	84/11	20.67	378.3
1929	18.612	84/11	20.67	384.4
1930	20.923	85/-	20.67	425.4
1931	22.326	92/6	20.67	451.9
1932	24.254	118/1	20.67	491.8
1933	25.578	124/1		521.7
1934	27.296	137/8	35.00	558.3
1935	30.032	142/1	35.00	618.1
1936	33.156	140/3	35.00	684.6
1937	34.831	140/9	35.00	731.7

1 onza troy = grs. 31,1035

VIII

EMISIONES DE CAPITALES (nuevas)

	<u>Estados Unidos</u>		<u>Gran Bretaña</u>			<u>Francia</u>	
	doll.		£			frs.	
	Int.	Ext.	Int.	Imp.	Ext.	Int.	Ext.
1926				52	60		
1927				88	51		
1928				86	57		
1929	9.425.0	757.8	136.4	55.0	37.9	29.400	562
1930	6.016.2	1009.2	121.9	73.5	32.7	31.510	2.687
1931	2.861.8	253.7	40.0	36.9	12.4	29.500	4.354
1932	1.166.3	26.0	87.7	28.8	0.2	28.233	1.400
1933	709.4	0.1	95.2	33.2	6.9	26.787	1.508
1934	1.386.4	-	118.2	34.0	3.9	28.516	-
1935	1.412.1	-	163.7	17.1	3.4	20.619	-
1936	1.950.3	23.0	207.1	28.3	3.3	12.453	-
1937	2.046.5	3.3	147.0	26.2	6.7	-	-

IX

MONTO DE LOS DEPOSITOS BANCARIOS

(en millones)

Fin de:	<u>Argentina</u>	<u>G. Bretaña</u>	<u>Francia</u>	<u>EE.UU.</u>
	\$	£	frs.	dolls.
1929	3903	1.773	34.065	55.289
1930	3956	1.838	36.681	53.039
1931	3517	1.711	38.245	45.821
1932	3525	1.954	37.759	41.643
1933	3467	1.916	32.635	38.505
1934	3427	1.954	30.943	44.771
1935	3357	2.064	27.553	48.964
1936	3669	2.300	28.484	53.701
1937	3881	2.310	30.348	53.287

X

TIPOS MEDIOS DE LAS TASAS MONETARIAS EN G. BRETANA

	Bancaria	Letras comerciales	Letras del Teso- N. ro	Adelantos día a día (call money)
1929	5.5	5.26	5.26	4.47
1930	3.42	2.57	2.48	2.27
1931	3.93	3.61	3.59	2.94
1932	3.01	1.87	1.49	1.61
1933	2.-	0.69	0.59	0.69
1934	2.-	0.82	0.73	0.82
1935	2.-	0.58	0.55	0.50
1936	2.-	0.60	0.58	0.50
1937	2.-	0.58	0.56	0.50

XI

BALANCES DE PAGOS INTERNACIONALES (Excluido el oro)

En millones de dólares a la antigua paridad

	<u>ARGENTINA</u>				<u>GRAN BRETAÑA</u>			
	Comer. Int. & Exter. Divid.	Varios	TOTAL		Comer. Int. & Exter. Divid.	Varios	TOTAL	
1927					-1883	1216	1065	399
1928	277	- 186	-70	21	-1717	1216	1095	503
1929	223	- 198	-72	- 47	-1854	1216	1138	501
1930	99	- 204	-53	-158	-1878	1070	944	136
1931	- 97	- 172	-43	-312	-1850	771	607	-471
1932	88	- 141	-22	- 76	-1008	525	391	-178
1933	120	- 118	-17	- 14	- 871	530	341	-
1934	61	- 107	-12	- 58	- 883	510	351	- 21
1935	101	- 96	-10	- 5	- 759	538	314	93
1936	106	- 92	-12	1	-1014	603	358	- 52
1937	128	- 94	-27	7	-1293	642	499	-151

ESTADOS UNIDOSFRANCIA

1927	417	679	-572	524	4	-	479	483
1928	738	680	-684	734	- 129	-	619	490
1929	382	699	-681	400	- 435	-	752	317
1930	386	769	-580	575	- 506	-	708	202
1931	17	621	-493	145	- 519	-	453	- 65
1932	150	455	-504	101	- 395	45	156	-193
1933	67	325	-218	174	- 252	72	168	-111
1934	173	220	-169	224	- 264	98	121	- 44
1935	- 118	207	-179	- 90	- 232	141	62	- 29
1936	- 155	195	-253	-195	- 325	149	64	-111
1937	- 78	- 418	147	125	-146

XII

NUMEROS INDICES DEL COSTO DE LA VIDA

1929 - 100

	<u>ARGENTINA</u>	<u>GRAN BRETAÑA</u>	<u>FRANCIA</u>	<u>E. UNIDOS</u>
1929	100	100	100	100
1930	..	93	107	93
1931	..	90	96	83
1932	..	87	93	75
1933	83	87	95	77
1934	80	87	91	80
1935	91	90	86	84
1936	91	92	97	86
1937	93	97	118	89
1938 (30.6)	92	95	123	86

XIII

NUMEROS INDICES DE LOS PRECIOS MAYORISTAS

1929	100	100	100	100
1930	90	81	86	84
1931	97	78	71	72
1932	89	74	66	66
1933	97	77	65	74
1934	102	77	55	81
1935	102	80	56	85
1936	106	88	83	88
1937	116	94	101	86
1938 (30.6)	112.1	89	105.4	82

XIV

NUMEROS INDICES DE LA PRODUCCION INDUSTRIAL

1929 = 100

	<u>Todo el mundo</u>	<u>G.Bretaña</u>	<u>Estados Unidos</u>	<u>Francia</u>	<u>Alemania</u>
1923	95.8	94.4	93.4	91.0	92.6
1929	100-	100.-	100.-	100.-	100.-
1930	88.4	92.3	80.9	100.4	85.9
1931	79.1	83.8	68.4	88.9	67.6
1932	69.0	83.5	54.4	68.8	53.3
1933	77.7	86.2	64.3	76.7	60.7
1934	85.0	98.6	67.3	71.0	79.8
1935	95.7	105.8	76.4	67.4	94.0
1936	109.7	116.1	86.1	79.3	106.5
1937	..	124.0	92.2	82.8	117.2
1938(IX)	--	123.6	64.7	78.7	123.1

XV

BALANCES DEL BANCO DE INGLATERRA

(en millones de £)

Departamento de Emisión

<u>PASIVO</u>		
	Billetes en circulación	Billetes en el Dept. Bancario
Julio 29/1914	55.1	-
Agosto 7/1914	44.5	-
Nov.13/1918	92.3	-
Sept.26/1928	190.3	-
Sept.23/1931	352.7	55.9
Oct.12/1938	496.4	30.0

ACTIVO

	Deuda del Estado	Otros títulos del Es- tado	Otros títulos	Monedas	Oro
Julio 29/1914	11.0	-	7.4	-	36.7
Agosto 7/1914	11.0	-	7.4	-	26.1
Nov.13/1918	11.0	-	7.4	-	73.9
Sept.26/1928	11.0	-	8.7	-	170.6
Sept.23/1931	11.0	227.8	32.1	4.0	133.6
Oct.12/1938	11.0	188.7	0.3	0.01	326.4

XVI

Departamento bancario

PASIVO

	Capital	Resto	Depós. públicos	Otros Depósit.	Letras de 7 días
Julio 29/1914	14.6	3.5	12.7	54.4	0.01
Agosto 7/1914	14.6	3.5	11.55	56.7	0.01
Nov.13/1918	14.6	3.2	30.0	138.7	0.01
Sept.26/1928	14.6	3.7	9.7	103.8	0.01
Sept.23/1931	14.6	3.7	23.0	117.8	0.01
Oct.12/1938	14.6	3.1	28.3	131.4	--

ACTIVO

	Títulos del Estado	Otros títulos	Billletes	Monedas de oro y plata
Julio 29/914	11.0	47.3	25.4	15
Agosto 7/1914	11.0	35.4	9.4	1.6
Nov.13/1918	58.6	99.8	27.4	0.7
Sept.26/1928	31.7	41.6	53.3	2.6
Sept.23/1931	60.1	39.7	55.9	1.3
Oct.12/1938	114.5	31.4	30.0	1.4

XVII

CURSOS MEDIOS DEL FRANCO Y DEL DOLAR EN LONDRES

francos por £

Paridad anterior a Septiembre 1931 : \$ 124.21

	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
Enero		87.36	86.12	81.28	74.34	74.89	105.15	149.57
Febrero		87.81	87.30	77.79	73.93	74.84	105.11	152.95
Marzo		92.04	87.47	77.36	72.12	74.93	106.20	159.71
Abril		95.18	87.29	77.90	73.27	75.05	109.39	160.54
Mayo		93.17	85.51	77.18	74.22	75.48	110.39	176.25
Junio		92.69	86.10	76.50	74.66	76.17	110.81	178.17
Julio		90.48	85.20	76.46	74.81	75.83	130.46	
Agosto		88.77	83.87	76.04	75.-	76.32	132.85	
Septiem.	115.51	88.58	80.36	74.86	74.86	76.78	140.40	
Octubre	97.36	86.67	80.16	74.57	74.50	105.15	147.92	
Noviem.	93.81	83.60	82.16	75.75	74.80	105.17	147.19	
Diciem.	86.51	84.00	83.59	75.00	74.71	105.15	147.17	

dólares por £

Paridad anterior a Septiembre 1931 : \$ 4.867

	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937	1938
Enero		3.43	3.36	5.06	4.89	4.96	4.91	5.-
Febrero		3.45	3.42	5.04	4.88	5.00	4.89	5.02
Marzo		3.64	3.43	5.09	4.77	4.97	4.88	4.98
Abril		3.75	3.58	5.15	4.83	4.94	4.91	4.98
Mayo		3.68	3.93	5.11	4.89	4.97	4.94	4.97
Junio		3.65	4.14	5.05	4.93	5.02	4.93	4.96
Julio		3.55	4.64	5.04	4.95	5.02	4.97	
Agosto		3.48	4.50	5.07	4.97	5.03	4.98	
Septiembre	4.53	3.47	4.66	4.99	4.93	5.05	4.95	
Octubre	3.89	3.40	4.66	4.94	4.91	4.90	4.95	
Noviem.	3.72	3.28	5.14	4.99	4.93	4.89	4.99	
Diciem.	3.39	3.28	5.12	4.94	4.93	4.90	5.-	

BIBLIOGRAFIA

OBRAS CONSULTADAS

- BROIDE Julio, El problema del oro.
 BROIDE Julio, La Política Monetaria de los EE.UU.
 CANNAN L., "Money"
 COLE G.D.H., "What Everybody wants to know about money".
 CLARE & CRUMP, The A.B.C. of foreign exchanges.
 CASSEL Gustavo, The Downfall of the Gold Standard.
 COMMITTEE ON FINANCE & INDUSTRY (Macmillan Committee) Report.
 DULLES KLEANOR, "The Bank for International Settlements at Work".
 EINZIG Paul, "The Tragedy of the Pound".
 EINZIG Paul, "The Comedy of the Pound".
 EINZIG Paul, "The Bank for International Settlements".
 EINZIG PAUL, "World Finance 1914-1935".
 EINZIG Paul, "World Finance 1935-1937".
 EINZIG Paul, "World Finance 1937-1938".
 FOSTER & RODGERS, "Money & Banking".
 FRASER H.P., "Great Britain & the Gold Standard".
 GONDRA L.R., "Teorías antiguas y recientes sobre la moneda".
 GREGORY T.E., "The First year of the Gold Standard".
 GREGORY T.E., "The Gold Standard & Its Future".
 HALL N.E., "The Exchange Equalization Account".
 HAWTREY R.G., "The Gold Standard in Theory & Practice".
 HIRST F.W., "Money".
 HAYEK F., "Monetary Theory & Trade Cycle".
 KEYNES J.M., "A Treatise on Money" (Vol. I. y II).
 LASSON Robert, "La baisse de l'interet en Grande Bretagne".
 LESTARD, Gastón, "La estabilización monetaria argentina".
 LEAF W., "Banking".
 MORGAN-WEBB, Sir Charles "The rise and fall of the gold standard".-
 QUADEN PIERRE "Les mutations monetaires en theorie en pratique".
 RANKIN M.T., "Monetary Opinions & Policy".
 ROBERTSON D.H., "Money".
 STRAKOSCH, Sir Henry, "Estabilidad Monetaria y el Patrón Oro".
 TRIP, L.J.A., "Functioning of the Gold Standard".
 TRIP, L.J.A., "International Price Levels Adjustment".
 TRUPTIL R.J., "British Banks & the London Money Market".
 VINCER JACOB, "The Theory of International Trade".
 WITHERS H., "The Meaning of Money".

PUBLICACIONES PERIODICAS

LA PRENSA, Buenos Aires.
 LA NACION, Buenos Aires.
 BUENOS AIRES HERALD, Buenos Aires.
 THE ECONOMIST, Londres.
 THE STATIST, Londres.
 BANK OF ENGLAND STATISTICAL SUMMARY, Londres.
 BANKERS', INSURANCE MANAGERS' & AGENTS MAGAZINE, Londres.
 THE BANKER, Londres.
 LLOYDS BANK MONTHLY REVIEW, Londres.
 WESTMINSTER BANK REVIEW, Londres.
 MIDLAND BANK, Londres.
 THE ECONOMIC JOURNAL, Londres.
 ECONOMICA, Londres.
 QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS, Harvard University, E.U.A.
 THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW, Evanston, Ill, E.U.A.
 THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW, (Supplements), id.id.
 JOURNAL OF THE CANADIAN BANKERS' ASSOCIATION, Toronto, Canada.
 JOURNAL OF THE INSTITUTE OF BANKERS IN SOUTH AFRICA, Ciudad del Cabo.
 REVUE ECONOMIQUE INTERNATIONALE, Bruselas.
 REVUE D'ECONOMIE POLITIQUE, Paris.
 REVISTA DE CIENCIAS ECONOMICAS, Buenos Aires.
 MONNAIES ET BANQUES, 1935/7, Liga de las Naciones, Ginebra.
 LA SITUACION MONETARIA, 1937/8, Liga de las Naciones, Ginebra.
 ANUARIO ESTADISTICO, Liga de las Naciones, Ginebra.
 BOLETIN MENSUAL DE ESTADISTICA, Liga de las Naciones, Ginebra.
 MEMORIAS DEL BANCO INTERNATIONAL DE AJUSTES, Basilea
