

IMPONDERABLES Y POLITIQUERIAS

Las mismas causas engendran los mismos efectos.

Todavía están frescos en nuestra memoria los tiempos en que con la libra alrededor de 32 pesetas, después de un alza súbita, se hablaba de cotización que no correspondía al verdadero valor de nuestro signo monetario, de maniobras de la especulación internacional, de influencias políticas, etc. Como consecuencia, vinieron la intervención en los cambios y todas las erróneas medidas que la acompañaron y siguieron.

Han transcurrido dos años. Un nuevo Gobierno ha sucedido al que nos desgobernaba entonces. Una crítica sañuda se ha ejercido y se sigue ejerciendo sobre la política económica y financiera de aquel Gobierno. Una última baja repentina, después de otras varias, sitúa la libra por encima de 45. Y se vuelve a barajar lo de la depreciación injustificada, lo de los manejos especulativos, lo de las influencias políticas, lo de los imponderables.

Las mismas causas engendran los mismos efectos.

Esperemos ver en breve otra vez las restricciones en la contratación, so pretexto de medidas contra la pretendida especulación culpable, la intervención en el mercado de divisas—eso sí, ahora con un criterio salvador, muy distinto del que inspiró aquella otra, que, por cierto, no sabemos que obedeciera a ningún criterio—, los préstamos en el extranjero para proveerse de fondos de maniobra, etc., etc.; todo el viejo arsenal de los desacreditados recursos de arbitrista.

De nada sirve la experiencia. Aquella baja que no parecía justificada, que no correspondía—al decir de los gobernantes y de muchas au-

toridades financieras—a la situación de nuestra economía y al *verdadero* valor de la peseta, se consolidó y fué seguida de otras muchas, que se han consolidado a su vez. Sin duda, alguna positiva realidad las justificaría. No obstante, se sigue repitiendo el tópico de la depreciación injustificada y todos los demás de costumbre.

¿Qué quiere decir eso de la baja injustificada? ¿Es que en el mundo de los fenómenos hay algo injustificado? ¿Qué pensaríamos de los sesudos meteorólogos que, tras arduas especulaciones acerca de las causas climatéricas, pretendieran demostrarnos que la temperatura acusada por el termómetro no correspondía a la verdadera?

Suponemos que no se querrá decir que la baja cotización de la peseta es un efecto sin causa y sin causa suficiente; que lo que se pretende es discutir la naturaleza de esas causas y el fundamento económico de ellas.

Mas como aquí no se trata de dilucidar problemas de moral ni de justicia, en que haya que atender a razones metafísicas, sino problemas de realidades, problemas de factores económicos inmediatos, lo que importa es establecer la naturaleza de las causas eficientes, cualesquiera que ellas sean, y demostrar su mecanismo de acción.

Así como, aun aceptada la existencia de los puros espíritus, nos repugna admitir que ellos, sin intervención de materia alguna, son capaces de mover puertas, levantar veladores, trasladar armarios y realizar otras proezas mecánicas semejantes, admitir causas de orden extra-económico que originen efectos crematísticos sin actuar a través del mecanismo económico corriente, es cosa que supera a nuestra racional comprensión.

Lo que más se cotiza ahora en el terreno de la especulación vulgar sobre los orígenes de la situación monetaria, son las influencias políticas—y no las influencias políticas debidas a actuaciones u omisiones del Gobierno en el orden económico o hacendístico, que esto podría tener su justificación—, sino el efecto directo que en la opinión ejerce el que tengamos uno u otro Gobierno o el que la situación política se juzgue más o menos estable.

Claro que los gobernantes encuentran muy cómodo en todo tiempo el achacar a los disturbios políticos o a las inquietudes sociales los males y trastornos económicos que se padecen; de este modo solidarizan el patriotismo y los intereses materiales de la nación con su particular conveniencia. «No nos inquietéis, no pongáis en peligro nuestra vida política y nuestro reposo—vienen a decir—, porque ello hiere de rechazo la prosperidad nacional.» Y bajo tan ingenua concepción, el Gobierno declara un buen día, para afrontar el decaimiento persistente de la moneda, que es un Gobierno estable. ¡Cómo si la estabilidad de

un Gobierno, caso de tener que hacer algo aquí, fuera asunto de su propia opinión !

Los adversarios reputan los mismos males consecuencia natural de la situación política que quisieran ver derribada. Crédito, confianza, ¿quienes los van a poner en un Gobierno sin firmeza, en un régimen que se tambalea? Y sin crédito y sin confianza, ¿cómo puede vivir económicamente un país ni ver estimada su moneda?

Desconfiemos de razones que tan bien sirven los deseos de quienes las alegan.

La influencia política de los problemas económicos es evidente. Este mismo problema de los cambios gastará muchos ministros de Hacienda y bastantes Gobiernos. La influencia inversa de los problemas políticos directamente sobre los fenómenos económicos, es mucho más dudosa.

Bajo la Dictadura, hizo fortuna aquello de los imponderables. El éxito del eufemismo se explica cuando las cosas no se pueden decir con sus verdaderos nombres. Los imponderables eran el mal gobierno, la opinión interior y exterior adversas, la desconfianza; pero antes y ahora suelen representar, con demasiada frecuencia, los espíritus sutiles que permiten rellenar de sustancia impalpable el hueco que dejan las explicaciones racionales.

Si las causas ponderables justifican un cambio de 40 pesetas por libra, cuando el cambio real está a 42,25, el resto representa la influencia de los imponderables, unos imponderables perfectamente ponderados en 2,25 por libra.

Claro que la imponderabilidad se refiere en la mente de los técnicos a aquellos factores respecto de los cuales es imposible determinar un índice numérico, ajeno a la cotización del mercado, y que se pueda parangonar con ella. Lo dudoso es que tales factores existan.

Desde el punto de vista de la mecánica del mercado, todas las causas son igualmente imponderables. Los especuladores, como los banqueros y todos cuantos tienen alguna parte en la fijación del cambio, desconocen en el momento de establecerse una cotización el peso que cabe atribuir en aquel instante a cada uno de los factores que real o hipotéticamente juegan en la cuestión. Y creo no hacer un juicio muy aventurado al suponer que no poseen ninguna idea clara de tales factores.

Intuitivamente, con un sentido práctico más o menos alterado por la literatura económica que les haya llegado, estiman que las probabilidades están en favor del alza o de la baja, y compran, venden, operan en consecuencia. Luego, la realidad ignota y subyacente impone su ley; los factores básicos determinan modificaciones en la oferta y

la demanda de las divisas o monedas, que fuerzan a modificar el cambio en un sentido o en otro, para oponerse al desequilibrio que se acusa. Ese sentido de variación puede ser el mismo que el capricho de los más impone momentáneamente, o el opuesto, si aquél fué desacertado. Y poco importa que la idea que indujo a tantear el cambio en un sentido o en otro naciera de la consideración de factores ponderables o imponderables, ni siquiera de factores reales o puramente imaginarios.

Lo importante es la existencia de una sustantividad objetiva, que es la que marca el rumbo del mercado, independientemente de las ideas reales o fantásticas de los especuladores y contratantes. Una cotización subsiste o no, según que con ella venga a establecerse y perdure un equilibrio entre los dos términos del mercado, o acentúen, por el contrario, su desequilibrio. Esos dos términos son, en este caso, la oferta de giros sobre el extranjero y su demanda. Si domina la primera, el cambio baja ; si la segunda, el cambio sube.

Y ningún factor que no modifique uno u otro de esos términos puede ejercer acción sobre el curso del cambio. Este ha de ser en todo caso un punto de partida fundamental en el análisis lógico de la cuestión.

II

ESPECULACION

No hay nadie que pueda establecer *a priori* cuál es—no diré la justa cotización de una moneda, que sería expresión muy impropia—, sino la cotización normal que corresponde a los factores reales en un momento dado.

Ni esos factores son conocidos ni, dado que lo fueran, sería fácil establecer una relación apriorística entre ellos y el cambio que les corresponde. La fijación del cambio ha de hacerse por tanteos, y realizar esos tanteos es la función especulativa.

La especulación monetaria, el agio, no es un hecho insólito y abominable, como harían suponer los dicterios que le dirigen quienes lo juzgan culpable de la depreciación de la moneda. La especulación es el procedimiento habitual e insustituible para fijar cotizaciones y precios. Cuanto más activa es la especulación, más motivos hay para admitir que el cambio corriente se ajustará en cada momento al que corresponde a la situación económica de aquel momento. Sólo una especulación perezosa puede explicar que subsistan durante algún tiempo cambios y cotizaciones anómalos.

Si fuera dable someter a cálculo las cotizaciones normales, la especulación no existiría. No sería posible, como no sería posible el juego si hubiese medio hábil de predecir las cartas o números que han de salir.

Mas tampoco sería posible el juego si no hubiese leyes del azar, independientes de la voluntad humana. Asimismo la especulación carecería de base si no hubiese leyes económicas, que el especulador no puede influir ni alterar, y que imponen cierta cotización.

El jugador que gana nos da la impresión de que ha sometido el azar a su capricho; del mismo modo, el especulador que acierta nos hace pensar que modela las cotizaciones a su arbitrio. Dejarse llevar de estas impresiones, es igualmente erróneo en ambos casos. Sólo la ignorancia de las leyes del azar o de las leyes económicas puede inducirnos a la falsa creencia de que se puede avasallar a las unas o a las otras. El

especulador, como el jugador, lo que tratan es de seguirlas, de adivinar su realización en cada caso concreto.

La especulación va tanteando el término real de la cotización que las leyes económicas imponen. Pero el tanteo es un método que no tiene sentido si no existe el término definido que se tantea. Cuando el cálculo directo de una incógnita no es posible o no es cómodo, se tantea, es decir, se suponen soluciones, aplicando a las cuales las condiciones del problema se obtendrán resultados más aproximados cuanto más logremos acercarnos a la solución verdadera con la hipótesis hecha. ¿Qué sentido tendría el tanteo si no hubiese un resultado objetivo que realizar, que en el caso de las cotizaciones y de los precios es llegar a un equilibrio de la oferta y de la demanda?

Lo que sucede en la realidad económica es que, antes de que el tanteo especulativo alcance el punto exacto de equilibrio del mercado, ya las condiciones económicas, los términos del problema, se han modificado ligeramente, y sólo es posible irlo siguiendo mediante una serie constante de tanteos. Los equilibrios económicos, como todos los que se asientan sobre una cosa viva, son equilibrios movibles, dinámicos.

El especulador que cree que una moneda va a bajar o subir, que supone una cierta tendencia en los factores económicos del momento o de un futuro inmediato, toma posiciones—según la jerga bolsista—, en las monedas que juzga con probabilidades de alza, con lo cual ya anticipa ese efecto.

Claro que eso sólo puede hacerlo demandando esas monedas a cambio de monedas amenazadas de baja o de créditos o valores expresados en tales monedas. Si no posee esas monedas, créditos o valores, todavía puede jugar a la baja, comprando a crédito las monedas o divisas que cree de alza probable; en vez de entregar valores reales ofrece cierta suma, pagadera en lo futuro, de las divisas o monedas que supone de baja, y que cree, por consiguiente, que podrá adquirir, llegado el caso, por una cantidad menor de las divisas que compra a crédito.

O en términos más concretos, suponiendo que la moneda amenazada de baja sea la peseta. Vende hoy pesetas al descubierto, que se compromete a pagar mañana, confiando que en ese mañana podrá adquirirlas a más bajo precio que el que hoy obtiene por ellas. En esto consisten las dobles de moneda de la jerga bursátil a que ahora se atribuye influencia tan nefasta en la baja de nuestra moneda.

El empeñarse en buscar las cosas allí donde no están, tiene el inconveniente de que nos obliga a explorar todos los rincones antes de convencernos de que realmente no se encuentran allí. Ahora le ha tocado la vez a esta forma de especulación. A ella habría que atribuir la baja de la peseta. Se supone que por este medio de ofrecer pesetas

al descubierto se puede producir el alza indefinida del cambio, hasta situarlo por encima de lo que corresponde al valor real de la peseta.

Lo cierto es que esta forma de especulación no tiene más culpa que cualquier otra de la depreciación de nuestra moneda; aún podríamos decir que menos que cualquier otra.

Porque en ella siempre hay una oferta de presente, compensada por una demanda de futuro y en plazo generalmente corto, ya que estas operaciones se contratan a lo sumo por un mes y sólo por prórrogas de mes en mes llegan a alcanzar plazos más amplios.

Es indudable que la oferta de pesetas en el mercado, aunque sea en descubierto, producirá un alza del cambio; pero si en el corto plazo de la operación no obran otras causas básicas, manteniendo o aumentando esa baja, en el momento del vencimiento la demanda de la moneda objeto del agio determinará una reacción en su favor mayor que la provocada en su contra por la oferta anterior, pues sabido es que un cambio más alto que el que corresponde a la situación relativa de los mercados tiende a provocar el incremento de las demandas y la depresión de las ofertas de la moneda excesivamente depreciada (aumento de las exportaciones pagaderas en esa moneda, disminución de las importaciones pagaderas en las monedas supervaloradas, etc.)

Aun antes de llegar al vencimiento, a poco que la baja sea injustificada, a poco que la especulación se base sobre una apreciación errónea, el aluvión de demandas provocado por esa baja infundada, el desequilibrio del mercado monetario, advertirán al especulador avisado su equivocación y le inducirán a rectificar posiciones.

Si esto no sucede, es porque el especulador se hallaba en lo cierto y la baja que ha anticipado es una baja que se hubiese producido de todos modos, y probablemente de un modo más súbito.

Y el caso es que las dobles, a las que se atribuye actualmente la depreciación de la peseta, son dobles nacidas, no de la creencia en el alza del cambio, sino, por el contrario, fundadas en la esperanza del alza de nuestra moneda; son dobles contratadas a instancia de quienes, teniendo deudas contraídas en moneda oro o divisas extranjeras (para el pago de los títulos del empréstito oro, por ejemplo), van manteniendo esas deudas con la esperanza de que el cambio ha de bajar y podrán pagarlas a menos coste.

Para ello han de encontrar naturalmente quien se avenga a especular a la inversa, es decir, con la esperanza del alza del cambio. Salvo en el caso particular de lo que se llama el seguro de cambio—de que luego hablaré—, ello sucede así siempre en la especulación al descubierto: que hay tantos jugadores al alza como a la baja. Por eso resulta bastante arbitrario hablar de la especulación bajista o alcista y de confabu-

laciones en un sentido o en otro. Las especulaciones que tienen un efecto bajista de momento, lo tienen de alza en el instante de la liquidación, y viceversa.

Consideremos el caso particular del seguro de cambio.

El negociante que tiene un contrato en virtud del cual sabe que ha de pagar en determinada época venidera una suma en moneda distinta de la suya—no estando el cambio estabilizado—, celebra un contrato auxiliar, mediante el cual se asegura el poder disponer en dicha época de la moneda en que ha de hacer el pago, a un cambio determinado. En este caso, uno de los contratantes no actúa como un especulador; por el contrario, es un comerciante que quiere excluir en lo posible de sus operaciones el riesgo del cambio y poder calcular con certidumbre el precio de coste de lo que compra. Para ello descarga sobre el especulador ese riesgo, y ha de encontrar, naturalmente, quien se avenga a soportarlo.

El seguro de cambio es un recurso precioso para el negociante que no es especulador ni quiere serlo. Algunos lo contradicen, suponiendo que el seguro les protege si el cambio sube, mas no si el cambio baja, porque entonces se encontrarán en desventaja con el competidor que haya comprado la mercancía extranjera al cambio más bajo.

El razonamiento, aunque con cierta apariencia de verdad, es falaz. El comerciante soporta siempre riesgos de que los precios de sus mercancías varíen en el intervalo entre la compra y la reventa. El cambio es uno de los factores que pueden determinar la variación, pero uno entre otros muchos, y un factor que no siempre vendrá a sumarse a los demás, sino las más veces a neutralizar en parte las demás causas de variación. El comerciante no puede excluir en absoluto los riesgos; esto sería contrario a la naturaleza misma de los negocios mercantiles. Lo que sí debe es saber en el momento que hace una compra cuál es con seguridad el coste exacto a que le ha de resultar la mercancía que compra, para poder calcular con certidumbre el precio remunerador de venta. La variabilidad del cambio es una causa de incertidumbre en este punto; el seguro de cambio la evita.

Normalmente el comerciante se ha de valer para practicarlo de la banca; la banca cumple una de sus misiones más importantes facilitando al comercio esta operación. No hay que deducir de ahí que los Bancos sean especuladores; si lo son, falsean su misión. Si especulan por su cuenta, comprometen gravemente en una operación aventurada los intereses de sus depositantes y de sus accionistas. Su papel es el de ser intermediarios, lo cual quiere decir que deben descargar sobre los especuladores ese riesgo, por medio de contratos inversos, es

decir, contratos de compra de moneda extranjera con fines puramente especulativos.

Y es interesante observar cómo la banca que entienda sus verdaderos intereses y su negocio ha de regular el cambio en estas operaciones de futuro, de modo que oferta y demanda se equilibren. Si tiene mucha demanda de moneda extranjera a plazo y no halla suficiente número de especuladores que se la ofrezcan (signo de que hay muchos que confían en la baja de la moneda nacional o que, por lo menos, consideran su alza muy problemática), se ve forzada a elevar el cambio, tanto aquel a que vende como al que compra, para restringir el número de demandantes de divisas extranjeras de futuro y estimular a mayor número de especuladores a que tomen sobre sí el riesgo de alza; porque de lo contrario se encontrarían los Bancos con un remanente de compromisos que, en el caso de una subida repentina del cambio, los colocaría en situación difícil. Si, por el contrario, hay mayor oferta de divisas que demanda de ellas, ha de bajar la banca el cambio a que hace la operación, so pena de convertirse en especuladora a la baja. Un Banco no debe tener contratada la compra o la venta de más divisas que aquellas que por otro lado contrata la venta o compra, respectivamente, con sus clientes o con otros Bancos, salvo en todo caso un pequeño fondo regulador, que una buena técnica bancaria debe procurar reducir al mínimo.

De aquí resulta que, cuando se prohíben o restringen las operaciones especulativas, se perturba al comercio indirectamente, más que lo perturba la misma inestabilidad del cambio, porque se le priva del único recurso que tiene de eliminar en lo posible de sus operaciones el agio.

No—se dice—; el prohibir las operaciones puramente especulativas, no excluye el que se puedan celebrar contratos tales como el de seguro de cambio, puesto que en todo contrato de esta clase, que lo sea verdaderamente, cabrá justificar la necesidad comercial de que nace.

Y aun admitido esto—que no es poco admitir—, siempre resultará que se impide la operación correlativa mediante la cual la banca se descarga sobre los especuladores del riesgo que por otro lado acepta, operación cuyo carácter no especulativo es imposible demostrar, por la sencilla razón de que es una operación esencialmente de especulación. Y una de dos: o los Bancos tienen que convertirse ellos mismos en especuladores, lo que es contrario a su misión de intermediario, y al interés público, o se ven forzados a negar a sus clientes la operación legítima de seguro de cambio.

Sólo podría tener una salida esta disyuntiva: que los Bancos nacionales se valiesen de Bancos extranjeros para contratar las divisas que

ceden a sus clientes, o que los negociantes españoles cuya importancia lo consienta acudan directamente a la banca extranjera para hacer las operaciones de seguro. Pero he aquí que entonces se coloca la especulación en manos completamente del extranjero, a lo cual hemos visto culpar estos días muy especialmente nuestra situación monetaria. No hablemos de la tacha de antipatriotismo que recae sobre los que se vean empujados a esta solución.

Volviendo a la técnica de estas operaciones de futuro en moneda extranjera, resulta que para ellas se establece un cambio de equilibrio de la demanda y de la oferta, que será más bajo a medida que la confianza en la reposición de la moneda depreciada sea mayor, y más elevado si disminuye la esperanza general en esa reposición. Como en todas las operaciones de futuro, obra aquí lo que se llama, con bastante impropiedad por cierto, el factor psicológico, que algunos consideran decisivo en la cuestión del cambio.

Los que así piensan no cuidan de establecer bien la distinción entre las operaciones de futuro y las de presente. Ese pretendido factor psicológico sólo tiene una importancia decisiva en la determinación de la diferencia entre el cambio real para las operaciones de presente y el cambio en las operaciones de futuro. En el cambio real del momento, es decir, el que rige para las operaciones efectivas, no; porque éstas no se basan en ninguna esperanza.

Al llegar el momento de la liquidación de la operación de futuro, nos encontraremos con que el cambio real es mayor o menor que el concertado. Si las operaciones se hicieron en general optimistamente, como sucedió en las que se iniciaron hace algunos meses, coincidiendo con promesas halagüeñas del Gobierno, el cambio resulta considerablemente mayor, la decepción viene, el optimismo huye y la renovación de las operaciones no se puede hacer sino a un cambio mucho más elevado, con positivo quebranto para quienes esperaron poder liquidar más ventajosamente sus deudas en moneda extranjera, aplazando esa liquidación.

Una gran parte del clamor que cada alza del cambio—que, naturalmente, suele coincidir con los vencimientos de esas liquidaciones aplazadas—provoca, es promovido por estos especuladores equivocados, que atribuyen a maquinaciones especulativas de los demás sus desventuras bursátiles, y procuran elevar a proporciones de catástrofe nacional la subida del cambio, para ver de obtener medidas que de un modo o de otro hagan bajar el cambio y los libren de sus pérdidas.

Cierto que alguna culpa de ellas les cabe a quienes piensan que con unas cuantas declaraciones optimistas pueden ejercer alguna influencia favorable en el problema, cuya importancia no queremos des-

conocer. Pero tampoco conviene dejarse arrastrar por el interesado bullo reinante; urge discriminar cuánto hay en esto del cambio de verdadero perjuicio para el país, y cuánto tan sólo de perjuicios privados para quienes sufrieron una equivocación lamentable.

Hay muchas cosas que serían enormemente más catastróficas que la subida del cambio; por ejemplo, una crisis de paro, una depresión general de la industria, una parálisis comercial. Y tales cosas pueden venir por el camino de las medidas que se preconizan, con poca reflexión, para resolver un mal muchísimo menor.

III

EL AGIO Y LA EXPORTACION DE CAPITALES

Creo haber probado en los párrafos anteriores que si alguna especulación tiene influencia pasajera y superficial en el cambio y puede ser acusada con menos justicia de la depreciación monetaria, es la especulación que se hace en descubierto (operaciones a plazo, dobles de moneda, etc.), porque la oferta y demanda que crean, está compensada por una demanda u oferta, respectivamente, en un término breve. Este agio, si es atinado, contribuye a hacer las elevaciones del cambio más graduales. Si es desacertado, hará, por el contrario, más bruscos los saltos del cambio. Pero, tanto en un caso como en otro, su efecto sobre el tipo real de cotización de la moneda es fugaz.

Una acción más persistente puede tener la especulación—contra lo que se cree por quienes se dejan llevar de observaciones superficiales—cuando el especulador opera con fondos reales, es decir, con capitales que posee y que puede emplear libremente en el agio monetario.

En ese caso no se ve obligado a liquidar en un plazo perentorio sus operaciones. Su posición puede ser sostenida todo el tiempo que dure la confianza del especulador en obtener un cambio más favorable; todo depende de su tesón.

Pero si la acción puede ser más persistente, en cambio su intensidad es forzosamente más limitada, porque limitados son los fondos reales de que se puede disponer. De todos los capitales, sólo las disponibilidades monetarias, es decir, el dinero ahorrado, es utilizable para el agio, y aun de éste la menor parte, ya que la gran masa de las disponibilidades financieras se halla ocupada en los negocios comerciales e industriales, y no es posible apartarlas de ellos; y otra parte se ocupa en las transacciones de valores de renta, en la especulación bursátil, etcétera. Una afluencia de sumas de alguna consideración hacia el agio determinaría pronto una depresión importante en las cotizaciones de los valores de renta (títulos y fincas), que limitaría su éxodo y provocaría seguidamente una crisis considerable en los negocios. Los recursos aplicables al agio casi se hallan prácticamente reducidos a los nuevos ahorros sin ocupación.

Se ha pretendido que los comerciantes exportadores retenían las divisas extranjeras, producto de sus ventas, como medio de especular sobre el alza del cambio; y nacida de esta creencia, se dió una disposición en tiempos de la Dictadura, obligando, en un plazo perentorio, a la negociación de esas divisas. La caída del régimen dió al traste, afortunadamente, con aquella disposición, antes de que llegara a ponerse en vigor. Pero no sería de extrañar, dadas las ideas reinantes, que volviera a intentarse.

La mayoría de los comerciantes no disponen de exceso de capital para sus operaciones, y menos en época de restricción comercial. Sus capitales los necesitan para atender a las incidencias de sus negocios, y aún precisan del crédito y del descuento para abastecer sus necesidades de capital circulante. Mal pueden dejar inactivas sus disponibilidades en Bancos extranjeros. A lo sumo, algunos negocios que son de temporada podrán al fin de ella dejar parte de su capital colocado en divisas extranjeras durante la temporada muerta, es decir, en un plazo forzosamente limitado. Pero tanto este caso como el del negociante gran capitalista que dispone de fondos sobrantes para el agio, constituyen una rara excepción.

De todos modos, el agio basado en el empleo de fondos reales y propios, aunque por su naturaleza se preste a mantener una posición más sostenida, dejaría de merecer el concepto de agio si se difiriese mucho tiempo su liquidación, porque entonces se trataría de una operación en que, sobre el beneficio o daño resultante de las variaciones del cambio, dominarían las ventajas e inconvenientes de la colocación del capital en el exterior. Estaríamos en el caso de una emigración de capital, asunto que merece especial consideración.

En suma, la especulación hecha con fondos reales consiente que la contrapartida de su oferta y demanda tarde un poco más en aparecer, pero no más que el plazo siempre breve sobre que cabe fundar una esperanza racional de variación del cambio en un sentido o en otro. Hacer cábalas sobre el cambio en un plazo algo dilatado es tan irracional como pretender prever el tiempo con algunos meses de antelación.

Así, el efecto de la especulación no sólo es pasajero, sino que en un corto plazo tiene una acción compensadora en sentido opuesto.

La emigración de capital, a la que también se pretende atribuir un papel importante en nuestra crisis monetaria, se diferencia del agio en que por ella se buscan las ventajas de una colocación duradera del capital en valores o en Bancos extranjeros. Aunque de ella no se excluya por completo el efecto del agio, el beneficio que de él puede resultar queda ahogado por las diferencias de rentabilidad o seguridad que la colocación en el exterior tenga con respecto a la inversión interior, al mismo

tiempo que la imposibilidad de prever las variaciones lejanas del cambio hacen más problemáticos los beneficios que de ellas puedan resultar para el capitalista.

Las causas de la emigración capitalista no hay que buscarlas, pues, fundamentalmente en la inestabilidad de la moneda, sino en razones más esenciales, como la situación financiera de los mercados, el estado respectivo de los negocios, etc.

Se dice, sin embargo, que una de las causas principales de esa emigración es el temor por parte del capital de ver derrumbarse el valor de la peseta. En rigor esta razón no justifica mucho la inversión extranjera; justifica el que el capital rehuya ciertas inversiones, como las de títulos del Estado u obligaciones de interés fijo, cuyo valor está ligado al de la peseta; mas la colocación en valores reales, como fincas, participaciones industriales o mercantiles y mercancías no está en igual caso.

Esto, suponiendo que hubiera un proceso real de depreciación interior de la moneda. Lo que no es el caso, pues, según las estadísticas, nuestra moneda conserva sensiblemente su valor interior. Quien posee un capital o una renta fija, está disfrutando desde hace ocho o diez años de una cantidad de goces económicos, de un poder adquisitivo, casi constante, y no parece que por ahora vaya a experimentar disminuciones.

En estas condiciones, la emigración de capital no puede interpretarse como un acto defensivo. Si el capital se colocase en valores extranjeros, porque la moneda española disminuye de valor con respecto a las monedas oro, sería con ánimo de realizar un beneficio, es decir, un agio, y no por conservar lo adquirido, que es la posición estrictamente defensiva. Pero ya hemos visto que el agio sólo tiene sentido en las colocaciones a corto plazo, cuya acción sobre el cambio queda analizada. En las colocaciones a largo plazo no se puede contar con el agio, porque si hoy asistimos a un proceso de subida de valor del oro, y, por consecuencia, de todas las monedas que han ligado su valor al del oro, sabido es que no cabe fundar cálculo alguno sobre la persistencia de esta fase del ciclo económico, que, en un plazo que no podemos prever, pero que no puede exceder de algunos años, y que podría ser de pocos meses, se verá invertido.

Si algún beneficio pudiera esperarse de la oscilación del cambio, quedaría anegado por las pérdidas resultantes de la colocación en el extranjero, de no ser ésta particularmente ventajosa.

Para juzgar, pues, de los estímulos que se ofrecen a la verdadera emigración de capital, hay que prescindir, en buenos principios económicos, de los fenómenos valutarios, y atender a las perspectivas financieras comparadas de los mercados.

¿Se presentan en la actualidad las circunstancias que pueden inducir a una emigración de disponibilidades a largo plazo, sin perspectivas de repatriación inmediata?

En todos los países que pueden ofrecer garantías algo serias actualmente para la colocación de capitales, los tipos de interés son más bajos que en España, y la plétora de disponibilidades no induce a pensar que hayan de mejorar en breve; así lo demuestra la tendencia a la baja en los tipos de descuento oficiales. Admitir en estas circunstancias que hay una fuerte corriente emigratoria no parece lógico.

Alguna salida de disponibilidades al extranjero existe siempre; en todo país la hay. Mas no es la exportación absoluta la que importa, sino la relativa, el saldo entre la emigración y la inmigración. Y si sobre la primera no tenemos ningún dato positivo, no faltan de la segunda. Un reciente asunto algo ruidoso nos ha hecho saber que entidades extranjeras se dedican a adquirir valores nacionales. Con motivo de haber asomado a la superficie algunas veces operaciones de esta índole, hemos leído llamamientos recientes de la Prensa contra el peligro de la desnacionalización de los valores y de las industrias del país. Todo esto muestra que la afluencia de capitales extranjeros no es nula y que probablemente supera a la emigración que pueda haber.

También la afluencia de disponibilidades extranjeras con fines puramente especulativos parece que ha sido importante en algunas épocas, lo cual, si en unos momentos ha mantenido el valor de nuestra moneda, en otros ha contribuído a deprimirla, con la natural contrapartida de todo lo que es especulación.

Exportación de capitales nacionales, o lo que es lo mismo, sustitución de capitales extranjeros por nacionales en industrias del país, sí lo ha habido en épocas recientes, con el forzado estímulo de la acción gubernamental para nacionalizar algunas industrias. El caso del monopolio de los petróleos es particularmente notorio e importante. Ignoro si la liquidación de esto pesa todavía y en qué proporción sobre nuestra balanza de pagos.

Lo que sí parece que gravita sobre ella es una buena proporción de aquel empréstito oro, magnífica *trouvaille* de nuestros financieros. Políticamente, un verdadero hallazgo, porque fué un medio hábil de aplazar la liquidación del error intervencionista, arrojando sobre un período venidero los resultados ruinosos de esa liquidación. Económicamente, un error, pues convirtió la deuda extranjera contraída por el Estado para la intervención en deudas particulares en divisas oro, de los suscriptores del empréstito, deudas a liquidar en corto plazo y cuyos efectos sobre la balanza de pagos no podía el Gobierno controlar como el de aquélla.

Hay otro indicio que contradice la existencia durante estos últimos años de un fuerte saldo a favor de la emigración de capital.

La exportación de disponibilidades provoca un aumento de la demanda de divisas extranjeras; tal es la causa de que la emigración de capital determine el alza del cambio. Si el oro circulara y se exportase, esa alza del cambio determinaría su salida, lo que vendría a moderar y limitar el alza. No siendo así, el alza sólo puede ser moderada por el aumento del saldo favorable en las demás partidas de la balanza de pagos, es decir, en la balanza mercantil y en la de servicios, de las cuales la primera es la más importante.

Como el cambio seguirá subiendo en tanto la oferta y demanda de divisas, la balanza de pagos, no quede equilibrada, al fin ha de resultar un saldo favorable de la balanza mercantil y de la de servicios, cuyo conjunto equivalga justamente a la exportación de disponibilidades. La subida del cambio será tanto mayor cuanto más cuantiosa la emigración de capital y menos sensible se muestre el intercambio exterior de mercancías y de servicios a la influencia valutaria.

De suerte que, si realmente la depreciación de la peseta se debiera a una notable emigración de capital, se revelaría en un saldo fuertemente favorable de la balanza mercantil, que es todo lo contrario de lo que muestran las estadísticas; y aunque éstas no merezcan confianza, por mucho error que en ellas estimemos, es difícil llegar a admitir un saldo inverso de bastante consideración.

Hay quienes, cegados por la obsesión del problema del cambio, quisieran ver producirse, como remedio, una gran afluencia de capitales, bien de los extranjeros, bien de los nacionales que suponen situados en el exterior. No advierten, sin duda, la funesta repercusión que eso tendría sobre nuestra economía, al provocar un saldo desfavorable de nuestra balanza comercial y una aguda crisis en nuestras industrias y en nuestra agricultura.

IV

RAZON DEL CAMBIO

El error de la teoría que considera como factores económicos del cambio a la vez el nivel relativo de los precios y el desnivel de la balanza de pagos—teoría mantenida por la Comisión del patrón oro—se hace aquí bien patente.

Lo que explica racionalmente el cambio es la tendencia al equilibrio de la balanza de pagos. Cuando la situación de los mercados es tal que con la paridad monetaria la balanza de pagos se mantiene desequilibrada, la moneda cuya oferta domina se desprecia, se desprecia lo suficiente para que el efecto del cambio permita restablecer el equilibrio perturbado.

La teoría de Cassel supone que ese punto de equilibrio se ha de encontrar normalmente en el punto indicado por la relación de los niveles de precios, de suerte que si el nivel de precios en la nación A es superior en un 20 por 100 al nivel medio de precios en la nación B, la moneda de esta última gozará de un premio de 20 por 100 en A.

La teoría parte de una base errónea, por no tener en cuenta que en los niveles de precios se computan otros productos y en diferente proporción que los que juegan en el intercambio mercantil exterior, y que en la balanza de pagos, a más de las mercancías intercambiadas, cuentan los servicios y los capitales, que para nada influyen en los niveles de precios. La teoría es errónea, pero no ilógica. En ciertas circunstancias ideales podría encontrarse cierta.

Mas cuando la disparidad entre los cambios teóricos casselianos y los realmente observados se pretende explicar por el desnivel de la balanza de pagos, se cae en el absurdo. Se olvida que la base lógica de toda la teoría de los cambios es la necesidad de que se mantenga el equilibrio de la balanza de pagos. No podemos explicar un fenómeno al mismo tiempo por el equilibrio y por el desequilibrio de la balanza de pagos, sin caer con toda evidencia en una petición de principio.

La necesidad de introducir el elemento del desequilibrio de la ba-

lanza de pagos sólo tiene un valor: el de reconocer que en el tipo de cambio determinado por el nivel relativo de los precios, la balanza de pagos no se halla equilibrada. En consecuencia, predominará la demanda de moneda nacional sobre su oferta, o viceversa. En el primer caso, el cambio bajará hasta que el equilibrio se establezca. En el segundo caso, subirá.

Cuánto diferirá el cambio real del teórico expresado por la relación de poderes adquisitivos de las monedas, no es posible decirlo. Lo suficiente para que esa relación nos sirva de bien poco como orientación segura. Cuando se afirma que un cambio es injusto, porque se separa mucho del nivel expresado por aquella relación, se hace una aseveración completamente caprichosa.

¿Cuál es entonces la razón íntima del cambio, de aquel cambio que podemos considerar como el tipo normal, dados los factores económicos del momento?

Si la hubiera de exponer en la forma más sintética, diría que reside en la eficacia productora relativa de nuestra economía, expresada en unidades monetarias.

O por decirlo en términos menos abstractos: nuestra peseta valdrá en moneda oro lo que valgan en el mercado internacional los artículos que podamos colocar allí por una peseta. Si el quintal de naranja española, puesto en el mercado inglés, cuesta 40 pesetas, por ejemplo, pero allí sólo se cotiza en una libra, la cotización de la libra tenderá a ser de 40 pesetas. Más baja no podría mantenerse, porque dejaría de poder exportarse remuneradoramente este artículo, lo cual es indispensable tanto a la producción naranjera, como al saldo de nuestra balanza de pagos. Más alta, forzaría la exportación de la naranja y de todos los productos que se hallen en el margen de exportabilidad hasta producir, por el desequilibrio favorable de la balanza, un alza de nuestra moneda.

El cambio variará establemente siempre que varíe el valor interior de los artículos exportables que pueden colocarse en el mercado internacional por una suma alzada de pesetas.

Hagamos algunas aplicaciones de este principio.

Supongamos que, sin aumentar la eficacia del trabajo, su rendimiento práctico, sin mejorar la maquinaria industrial ni la organización de los negocios, el precio de la mano de obra sube; es decir, que por un mismo coste en pesetas de la mano de obra, se obtiene menos cantidad de artículos de exportación. El coste humano, el coste en esfuerzo de esos productos no varía; pero el coste monetario aumenta, o, lo que es lo mismo, el valor real de la peseta disminuye. La unidad monetaria empleada en la producción tiene menos eficacia productiva; ya no

Hay otro indicio que contradice la existencia durante estos últimos años de un fuerte saldo a favor de la emigración de capital.

La exportación de disponibilidades provoca un aumento de la demanda de divisas extranjeras ; tal es la causa de que la emigración de capital determine el alza del cambio. Si el oro circulara y se exportase, esa alza del cambio determinaría su salida, lo que vendría a moderar y limitar el alza. No siendo así, el alza sólo puede ser moderada por el aumento del saldo favorable en las demás partidas de la balanza de pagos, es decir, en la balanza mercantil y en la de servicios, de las cuales la primera es la más importante.

Como el cambio seguirá subiendo en tanto la oferta y demanda de divisas, la balanza de pagos, no quede equilibrada, al fin ha de resultar un saldo favorable de la balanza mercantil y de la de servicios, cuyo conjunto equivalga justamente a la exportación de disponibilidades. La subida del cambio será tanto mayor cuanto más cuantiosa la emigración de capital y menos sensible se muestre el intercambio exterior de mercancías y de servicios a la influencia valutaria.

De suerte que, si realmente la depreciación de la peseta se debiera a una notable emigración de capital, se revelaría en un saldo fuertemente favorable de la balanza mercantil, que es todo lo contrario de lo que muestran las estadísticas ; y aunque éstas no merezcan confianza, por mucho error que en ellas estimemos, es difícil llegar a admitir un saldo inverso de bastante consideración.

Hay quienes, cegados por la obsesión del problema del cambio, quisieran ver producirse, como remedio, una gran afluencia de capitales, bien de los extranjeros, bien de los nacionales que suponen situados en el exterior. No advierten, sin duda, la funesta repercusión que eso tendría sobre nuestra economía, al provocar un saldo desfavorable de nuestra balanza comercial y una aguda crisis en nuestras industrias y en nuestra agricultura.

¿De qué modo se interpretan, según esta concepción, los fenómenos de nuestro cambio

Al hablar de la depreciación de la moneda hay que distinguir bien entre depreciación interior, que es la esencial, y depreciación exterior, que se refiere exclusivamente a una relación de valor con la moneda extranjera oro.

Según la estadística, nuestra moneda no ha sufrido depreciación desde hace por lo menos ocho años. El índice actual de precios es igual al de 1923, e inferior al de 1922; las oscilaciones en el intervalo han sido poco notables.

Esto indica que la depreciación de nuestra moneda, en lo que a esos años se refiere, es de naturaleza exclusivamente externa.

La verdadera depreciación de nuestra moneda tuvo lugar entre los años 1915-21, en que asistimos a una elevación considerable de todos los precios, que llegaron a doblarse aproximadamente en tan breve transcurso.

Aquella subida de los precios no se interpretaba vulgarmente como depreciación monetaria, porque coincidía con una baja mayor en el valor de todas las monedas de los países con que acostumbrábamos a comparar la nuestra y hasta del oro mismo, que se depreció extraordinariamente; la peseta llegó a adquirir un premio sobre él, no obstante la desvalorización interior de que era objeto.

Sin embargo, las raíces de la actual depreciación exterior hay que buscarlas en aquella depreciación interior que de tal modo perturbó a la sazón nuestra economía, si bien dió una era insólita de prosperidad a los negocios.

El oro, que acostumbramos a considerar como un valor estable, bajo la ilusión óptica que en nosotros produce el referir a él los valores, sufre en su estimación enormes fluctuaciones que suelen ser sincrónicas con las fases de lo que se llama el ciclo económico.

En 1896 culmina la mayor elevación de valor que en nuestros tiempos hemos visto experimentar al metal amarillo. Esta causa, unida a la acuñación excesiva de plata y a la emisión fiduciaria, determinó la elevación de los cambios que caracteriza nuestra situación monetaria en los últimos lustros del pasado siglo.

A partir de 1896, el oro comienza a bajar, pero el efecto no se aprecia en mejora de nuestro cambio porque siguen obrando con mayor intensidad que nunca las demás causas, que llegan a su apogeo con el desastre militar que pone término a nuestras guerras coloniales de América.

Liquidada la guerra, nuestro cambio va mejorando, no tanto porque se verifique una revalorización interior de la peseta, como por que, estabilizado el valor interno de nuestra moneda, la estimación del oro

sigue descendiendo en el exterior hasta 1912, en que esta depreciación parecía llegar a su punto culminante, manteniéndose estacionaria durante el año siguiente y comienzos de 1914. Era de predecir, a partir de este momento, la inversión de la fase cíclica, pero el desencadenamiento de la guerra mundial lo impide, originando una caída inaudita del valor del oro, que tiene su vértice en 1920.

La peseta, que había llegado a no perder más que un 3 ó 4 por 100 con respecto a las monedas saneadas, en 1914, pronto alcanza un premio bajo la influencia de ese fenómeno externo, y lo hubiera alcanzado mayor a no haberse abierto alegremente las fronteras a la invasión de oro, con el consiguiente aumento de la circulación monetaria.

En 1920 principia la revalorización del oro en el mundo. Los precios mundiales empiezan a decrecer, arrastrando, como es natural, a los de nuestros productos de exportación, que decaen más en su precio acaso que los otros, por tratarse en gran parte de frutas, que son mercancías de lujo para el Extranjero, y cuya demanda desfavorece el estado general de crisis que sucede a la guerra, especialmente en los países de moneda estabilizada.

Como nuestros precios interiores no han bajado al consonante, la consecuencia es la subida de nuestro cambio, que la invasión especulativa de disponibilidades, en ciertos momentos, y la intervención con créditos extranjeros, no han hecho más que contener durante algunos períodos, para precipitarla seguidamente en una más rápida elevación.

El único medio de evitar que nuestro cambio se elevase, al irse reponiendo el valor del oro, habría sido que nuestros precios en general, y en particular los de nuestros productos exportables, hubiesen descendido al compás de la baja general en los países de moneda estabilizada.

Pero, ¿habría sido esto de desear?

Obsérvese que, a medida que los países han ido estabilizando sus monedas, han caído en la depresión industrial y en las crisis de paro, de un modo tanto más violento cuanto más fuerte la revalorización de sus monedas que ha acompañado a la estabilización. Primero, fueron los Estados Unidos e Inglaterra con su revalorización absoluta; más tarde, Alemania, con mayor atenuación, porque se limitó a reconocer la depreciación de su moneda y a sustituirla por nueva moneda de oro a la equivalencia del mercado. Ultimamente Bélgica, Italia, Francia, etc. Aun las naciones que no han revalorizado, han visto seguida la estabilización de la baja de precios y la crisis, por quedar enlazadas *ipso facto* en el proceso general de restauración de valor del oro, desvalorizado durante la guerra.

Esta interdependencia entre la baja de los precios y las dificultades

comerciales, y la paralización de las industrias, no es un hecho casual, sino una ley económica. La baja de los precios que no tienen por causa el descenso de los costes, que depende de orígenes monetarios, se refleja ante todo en la demanda de consumo, y viene a disminuir el margen de beneficio industrial, el cual pronto deja de ser remunerador en las industrias y empresas que trabajan con margen más reducido. El paro consiguiente de esas empresas hace perder sus ingresos al personal dependiente de ellas, lo cual debilita la demanda en todas las demás ramas productivas; de donde se originan superproducción, nuevas caídas de los precios y nuevos paros; y así sucesivamente, mientras una causa extraña no venga a interrumpir el proceso desaprensivo. Por eso el paro y la crisis acompaña siempre, como la sombra al cuerpo, a la baja de los precios, mientras el auge es el compañero del proceso inverso.

En España, gracias a la relativa estabilidad de nuestros precios, nos hemos substraído felizmente a los aspectos más agudos de la crisis mundial presente; nuestras dificultades económicas son repercusión de la falta de demanda del mercado exterior a consecuencia de su crisis propia, lo cual se refleja en depreciación de nuestros productos exportables; la crisis agrícola que esto origina, reverbera sobre todas las demás industrias, que, dadas las características económicas de nuestro país, viven de la demanda de aquélla principalmente.

Estabilización de los precios y estabilización de los cambios, son dos cosas incompatibles. Hay que elegir entre una y otra, y es evidente, a la vista de estos hechos, que los males de la inestabilidad de los cambios son preferibles a los de la inestabilidad de los precios.

Se ha hecho, pues, bien, a mi entender—aunque no haya sido con deliberado propósito—, en no estabilizar ni en tomar ninguna medida que tuviese por resultado restringir violentamente la circulación monetaria y los precios.

Cabría discutir en todo caso si no hubiera sido mejor—cuando durante los años de guerra bajó el valor del oro—en vez de abrir alegremente las fronteras a la invasión del metal amarillo, que dió lugar al incremento de la circulación fiduciaria y a la subida consiguiente de los precios, si no hubiera sido mejor impedir aquella invasión y haber procurado conseguir que se conservara nuestro antiguo nivel de precios. Con ello la reserva oro de nuestro establecimiento de emisión, no hubiese aumentado, pero tampoco se hubiese desvalorizado nuestra moneda; y al restablecerse ahora el valor del oro, conservaría su paridad con él sin esfuerzo ni trastorno. Claro que de esto no fué nunca cuestión ni cupo en mente alguna, a no ser en la de algún loco que mereciera la risa general.

También debe sorprender un poco a los fieles de la doctrina del oro, que alguien sostenga que con menos oro en nuestro Banco, nuestra moneda pudiera valer más.

Pero sea de esto lo que quiera, lo cierto es que, ya consentida la inflación de los precios, bien o mal, volver atrás es excesivamente peligroso y ha sido prudente cosa no intentarlo.

Se ha hecho, sí, mal de todos modos en no procurar una reducción gradual de los costes que, mediante una estimulante competencia, habría consentido, sin daño de la producción, reducir los precios y con ello mejorar nuestros cambios en cuanto esta reducción se hubiere reflejado en los productos de exportación. En esto, que hubiera sido la única política sabia, se ha procedido completamente a la inversa. Se ha dificultado la mejora del material industrial, con desatentadas leyes intervencionistas; se han incrementado los gastos públicos que, pesando sobre la producción, son una parte importante del coste de producción y comercio; se ha limitado la competencia, con lo que se han salvado del fracaso las empresas menos eficientes, y se han favorecido los beneficios cuantiosos de las otras, en detrimento del consumidor y de la baja de los precios.

¿Cuál es ahora la oportuna política monetaria?

Según algunos, estabilizar. Malo es el momento elegido. No puede decirse que haya terminado ni esté próximo a terminar el movimiento de descenso de los precios oro. Estabilizar ahora será aumentar las dificultades económicas del momento, cuyas perspectivas ya son poco halagüeñas. Esas dificultades actuales se convertirán en una severa crisis—aun suponiendo que la estabilización se lleve con toda ciencia y prudencia—a poco que la elevación del oro se acentúe todavía.

Los partidarios de la estabilización sostienen una opinión razonable. Es el único medio eficaz de evitar las fluctuaciones del cambio. Mas creo que su visión es angosta; se dirige exclusivamente a la parte formal, técnica, del problema monetario, y no se percatan de las repercusiones económicas que puede traer, infinitamente más perniciosas que las que derivan de la misma inestabilidad de la equivalencia internacional de nuestra moneda.