

# Discurso sobre los cambios

## I

### EL ETERNO FACTOR PSICOLÓGICO

Como siempre que este problema de los cambios se agita, volvemos a oír hablar estos días del factor psicológico, que para algunos sería el principal elemento de la cuestión. Confesamos francamente que no sabemos lo que es el factor psicológico, aunque hemos puesto algún empeño en averiguarlo. Hemos hecho todas las hipótesis posibles alrededor de la cuestión, y ninguna nos resulta satisfactoria. Es posible que esto sea por torpeza nuestra, pero también podría suceder que el tal factor fuese un comodín para rellenar fácilmente y en un periquete todo lo que hay de hueco y falso en los razonamientos económicos al uso. Expondremos francamente nuestras dudas, por si alguien se digna resolverlas.

A mi entender, hasta en el fenómeno económico más modesto, hasta en el acto de comprar un pedazo de pan porque se siente apetito, hay un capital factor psicológico (una sensación, un juicio, etc.) ¿cómo no lo ha de haber en las actuaciones de los financieros que intervienen en las operaciones del cambio internacional?

Si algo se me alcanza de lo que es Psicología y Economía, en cualquier acto humano hay ante todo y sobre todo, como factor determinante inmediato, un fenómeno psicológico. El hombre no obra espontáneamente—y aún podríamos decir que ni espontáneamente ni de ninguna manera—sino en virtud de una decisión mental, lo cual es ni más ni menos que un acto psicológico. Es así que la Economía es una ciencia de actos humanos, una ciencia de la actividad social del hombre, según enseñan en todas las aulas de ciencia económica, luego todo fenómeno económico tiene por base un hecho psicológico; y no ciertamente un factor psicológico, lo cual supondría que en la actividad económica del hombre hay algo que no es psicológico, que no pasa por ser mental antes de ser económico, cosa que me parece falsa.

Pero este razonamiento quizás semeje demasiado abstracto y sobradamente teórico a los hombres prácticos que se interesan por estos asuntos. Descendamos a un análisis de carácter más empírico.

La primera hipótesis que se me ha ocurrido siempre hacer, cuando he leído eso del factor psicológico, es la de que se querría designar por ese nombre aquella impresionabilidad que se despierta con frecuencia en el mercado financiero y que determina fluctuaciones rápidas en los precios de especulación, que no están justificadas por ninguna alteración objetiva en la situación del mercado.

No es que me parezca propio en modo alguno el empleo de la denominación para eso; se me antoja tan inadecuada como en cualquier otro caso, pero ese es el sentido que parece deducirse de la clase de argumentos en que he visto utilizado el concepto.

Y digo que me parece impropio en ese caso como en cualquier otro el empleo de la denominación factor psicológico, porque si con eso se quiere dar a entender que, por el solo hecho de creer las gentes tal o cual cosa, esta opinión va a influir sin más ni más en las cotizaciones, tal proposición la niego en absoluto.

Una opinión muy general acerca de la futura situación de un mercado, influye en él especulativamente, aunque esa opinión sea errónea, mas no influye por el simple hecho de que esa creencia exista, sino porque promueve actos económicos reales, que son los que determinan como causa inmediata y necesaria la alteración del mercado. Sin estos actos, los precios no se alterarían, a pesar de toda creencia favorable a ello.

Veamos por un ejemplo cómo pasan las cosas. Imaginemos que en un momento hay la opinión extendida en el mundo financiero interior y exterior, de que nuestra Hacienda está en quiebra, de que nuestra moneda va a bajar de valor, a derrumbarse, o lo que es lo mismo, que las divisas extranjeras se van a cotizar en alza de día en día; esta previsión induce a quienes tienen que pagar deudas en moneda extranjera a apresurarse a hacerlo, antes de que les cueste más caro el pagar; por el contrario, los deudores extranjeros en pesetas procuran demorar el pago para beneficiar del mejor cambio; quienes tienen capital empleado en monedas extranjeras se abstienen de atender las demandas de quienes tienen capital empleado en moneda de nuestra nación, y quieren realizarlo antes de la baja, porque ellos, en cambio, esperan mayor beneficio de aguardar a vender su moneda exótica más adelante. En una palabra, todos los actos que tienen por resultado crear mayor demanda de monedas de otros países se ven multiplicados, y todos los que tendrían por resultado crear una oferta de ellas que satisficiese esa demanda, se ven reprimidos,

con lo cual resulta que el precio de las divisas extranjeras sube, y el de la moneda nacional baja; mas no en virtud de ningún factor psicológico, sino por uno tan característicamente económico como un aumento en la demanda de unas cosas y la disminución de la oferta de ellas. Y como tal cosa no sucediese,—repito,—no sé cómo habría de determinarse el fenómeno económico y manifestarse en las cotizaciones.

He dicho que lo que yo imagino es que, al hablarnos del factor psicológico en semejante caso, lo que quieren darnos a entender es que eso sucede muchas veces sin fundamento objetivo, por nerviosidad, por impresionabilidad del mercado, y que con esto quieren distinguir los casos en que así ocurre, de aquellos otros en que la idea es fundada, en que se apoya sobre realidades objetivas, de tal modo que aunque esa anticipación especulativa no se verificase, el fenómeno de alza o de baja acabaría por imponerse a los menos avisados.

Pero yo objeto: si la alteración de las cotizaciones se produce en ambos casos en virtud de una variación de la demanda y de la oferta efectivas, ¿cómo es posible establecer cuándo debemos considerar que obedece a un factor psicológico y cuándo no? Desde luego que en el momento en que los hechos se desarrollan nos sería completamente imposible apoyarnos sobre ningún criterio positivo, porque siempre dependería la cosa de la opinión subjetiva de la persona que la juzgase. Tendríamos que esperar a que las últimas consecuencias financieras se desarrollasen, y entonces veríamos que unos acertaron en sus operaciones y otros erraron; unos ganaron y otros perdieron; y llegaríamos a la conclusión, un poco extraña, de que el factor psicológico está formado por los negociantes que marraron en sus cálculos, y el factor positivo o real, o como se quiera llamar, por los que acertaron. Y no veo por qué el error haya de ser un factor más psicológico que el acierto. Tomando un criterio estadístico o numérico, sí, porque el error es más frecuente que el acierto en la psicología humana; mas yo opino que a esto conviene un criterio de calidad.

El error, lo que ocurre en estos casos, es que pronto llega a ser advertido, siquiera sea porque la realidad de las cosas se impone; y en esto y no en otra cosa se conoce que es error, porque si la realidad pudiéramos modificarla a nuestro capricho y se plegara a nuestras ideas, no existiría error jamás, al menos si era bastante general; el error sólo sería de quienes fueran en contra de la corriente; la verdad, como las votaciones políticas, se decidiría por mayoría. Creo que los hechos enseñan lo contrario.

Precisamente el efecto de una equivocación en estimar los factores económicos reales conduce a establecer cotizaciones que, por no

estar acordes con la realidad, tienden a exagerar los efectos que han de precipitar y agudizar la reacción. Sin esto, todas las leyes económicas pierden su sentido y especialmente esa tan fundamental de la oferta y la demanda. Veámoslo, siguiendo con el ejemplo hipotético de antes.

Supóngase que, debiendo estar al 20 por 100 de daño nuestra moneda con respecto del oro, por uno de esos movimientos de impresionabilidad del mercado financiero, se coloca al 30 por 100. Esto quiere decir que las monedas extranjeras se cotizan más altas de lo que debieran cotizarse, lo cual es motivo de que se compren menos productos en el extranjero que los que se comprarían de otro modo, puesto que resultan más caros; y de que los extranjeros compren más en nuestro mercado, supuesto que los frutos de nuestro suelo les resultarán con una relativa economía; la balanza mercantil se desequilibrará en favor de las exportaciones, y mucho más si ya lo estaba. Habrá que hacer más pagos en nuestro país, que nuestro país tiene que hacer fuera por el concepto de intercambio comercial; y como el mismo efecto se producirá en todas las demás partidas de la balanza bancaria,—al menos en lo que depende de este factor de la alteración artificial del cambio,—pronto aparecerá en el mercado bancario una cantidad tan grande de papel real sobre el extranjero, que no habrá especulación capaz de absorberlo, porque si se sigue absorbiendo especulativamente a un tipo inadecuado, el efecto sigue creciendo indefinidamente y el desequilibrio bancario es cada vez mayor. La reacción, pues, se impone pronto, por efecto mismo del error cometido; y lo que distingue los movimientos infundados del cambio, de los fundados positivamente, es que éstos se estabilizan, en tanto que aquéllos son seguidos de reacciones inmediatas y espontáneas.

Pero en las opiniones expresadas por algunos preopinantes, la especulación parece destacarse del factor psicológico como causa distinta ~~en~~ la determinación de los cambios, y cuyos efectos son totalmente diferentes. He aquí lo que leemos en el resumen periodístico de una conferencia de una tan grande autoridad en la materia como el Sr. Ventosa Calvell:

“En circunstancias normales, el sistema monetario no tiene importancia, sino que lo que determina el mayor o menor valor de la moneda de un país o de los instrumentos fiduciarios que lo representan, es como todas las demás mercaderías, la ley de la oferta y la demanda. Y ~~la~~ ley está influída no sólo por la mayor o menor abundancia real de papel moneda del país, sino principalmente, por factores psicológicos, es decir, por la confianza que un país inspira por su situa-

ción política y económica, de que pagará sus deudas y de que su moneda no será depreciada.”

“La especulación puede influir en momentos determinados; pero más que causar la oscilación del cambio, marca la orientación y tendencia de éste. Por sí sola y cuando es contraria a lo que imponen las condiciones económicas de un país, es ineficaz, como lo prueba lo ocurrido en la trágica especulación al alza realizada por todo el mundo con el marco alemán, o es contraproducente, como lo demuestra lo que está ocurriendo con la abortada especulación a la baja respecto del franco.”

No sabemos hasta qué punto la versión periodística será fiel al pensamiento del ilustre conferenciante; es muy de temer que lo falsee algo; mas tal como aparece en la referencia reproducida, la especulación resulta cosa completamente aparte del factor o factores psicológicos, pues la especulación sólo puede seguir fielmente la orientación y tendencia impuestas por las condiciones económicas, y cuando las contraría, fracasa; en todo lo cual estamos muy conformes. Pero ¿qué son los factores psicológicos, entonces? Aquí ya no resultan factores accidentales y pasajeros, ni siquiera secundarios, sino preponderantes; son ellos los que influyen sobre la oferta y la demanda, ley reconocida como fundamental, y no tanto la abundancia de moneda en el país.

Nuestro embarazo sube aquí de punto, porque no acertamos a comprender de ningún modo cómo puede obrar ningún factor psicológico sobre la oferta y la demanda, que no sea por el camino de la especulación. Parece deducirse del contexto, que el hecho de inspirar confianza la situación de un país induciría a quienes poseen créditos en moneda de ese país—créditos que podrían realizar desde luego,—a aplazar su realización, por la confianza de que la cotización de la moneda subirá, y eso hace que el mercado no se vea invadido por una ingente oferta de esos créditos, que deprimiría la cotización; y si esa confianza es grande, todavía habrá una gran demanda de la moneda en cuestión por parte de quienes comprándola y guardándola, como los otros, esperan realizar un beneficio. Mas esto no debe de ser lo que se quiere decir, porque a un financiero tan versado en estas cuestiones no se le puede ocultar que esto y no otra cosa es la especulación: la compraventa de valores reales o ficticios para conservarlos en espera del beneficio que permitirá obtener las variaciones de su cotización. Guardar créditos monetarios que se podrían realizar, y lo que no es más que otra fase de lo mismo, comprarlos para guardarlos, eso es, especular en los cambios.

Así es que quedamos en nuestra duda y sin saber a qué atenernos. ¿Qué será, Señor, el factor psicológico?

## II

### LA BALANZA BANCARIA

Si dejáramos las cosas en este punto, quizás se le antojara a algún lector, que nos habíamos tomado el trabajo de molestarle por una mera cuestión bizantina. No estaríamos conformes con esto; el asunto tiene su transcendencia; trátase de una pura cuestión de método, es verdad, pero el método es una cosa muy importante en las ciencias; todos los grandes avances de ellas se deben en el fondo a un perfeccionamiento de los métodos de investigación. Sería preferible que las cosas nos fueran accesibles por pura intuición, pero como esa facultad se suele reservar a Dios, hemos de resignarnos a razonar, y la primera condición de todo buen razonamiento es el método. Y ¿qué método podemos tener si empezamos por no fijar claramente el sentido de los conceptos sobre que razonamos? Yo ahora quisiera empezar por dilucidar si realmente hay factores psicológicos especiales que intervengan en el asunto de los cambios; porque factores psicológicos generales ya lo sabemos que los hay en todo hecho económico, y por eso mismo no hay necesidad de hablar de ellos, supuesto que la ciencia económica no se ocupa de lo psicológico sino en cuanto determina actos o inhibiciones que afectan al orden crematístico; y lo que nos interesa en esta esfera no es distinguir las cosas con arreglo a la naturaleza de tales factores psicológicos, que eso es de la competencia de la Psicología, sino desde el punto de vista de los actos e inhibiciones, de las voliciones que determinan, y que son las que rigen el mecanismo económico. Mas como me sea imposible concretar el sentido que se da a aquel concepto, me hallo imposibilitado de atacar esta cuestión, cuestión importante porque es la de dilucidar si podemos descartar desde luego tales factores y simplificar así el problema, ya demasiado intrincado de suyo para andar complicándolo con intervenciones metafísicas.

En la imposibilidad de resolver esta cuestión previa, y para no defraudar al lector que se interese por el asunto, vamos a plantear el problema directamente, prescindiendo de los factores que quedan en tela de juicio.

La balanza de los cobros y pagos, la balanza bancaria, como yo prefiero llamarla; eso es ya hablar en economista, y de un asunto en que nos podemos entender.

Nuestro país tiene que pagar durante cada período una cierta suma al extranjero, como resultado de diversas operaciones mercantiles y financieras, que poco nos importan ahora las que sean, ni si proceden de necesidades reales o de actos originados por el afán de lucro especulativo. Al mismo tiempo tiene que cobrar otra suma como resultado de operaciones inversas. La comparación de ambas sumas, que podrán ser equivalentes o desiguales, constituye la balanza bancaria de nuestro país en el período considerado.

Prácticamente, sucede que no hay una sola balanza bancaria, sino varias, una con cada país, pero podemos prescindir de considerar la cuestión tan en detalle, porque gracias a los arbitrajes, el problema se plantea como si fuera el extranjero un acreedor y deudor único. Poco importa que con respecto a un país determinado, Francia, resultemos deudores, mientras que respecto de otro, Gran Bretaña, quedemos acreedores simultáneamente: por eso no ha de tener beneficio nuestra moneda con relación a la inglesa, al mismo tiempo que sufra daño en el cambio con la francesa, si es que ésta no lo tiene al mismo tiempo con respecto de aquélla; el arbitraje, como es bien sabido, arreglará la diferencia pagando a Francia con lo que nos queda a deber Inglaterra. Nuestro cambio no se desnivelará por eso. La cuestión quedará entre esos dos países, cuyos cambios tampoco se desnivelarán si la balanza de cada uno en conjunto con el exterior está saldada. Por eso el problema podemos plantearlo dentro de cada país con respecto a todos los demás, no considerando sino su balanza general de cobros y pagos con el extranjero.

Pero así y todo no resulta una sola balanza bancaria, sino dos. Dentro de nuestro país hay deudas al extranjero en pesetas, y deudas en moneda extranjera, pues unas mercancías se compran en pesetas y otras en moneda del país de origen o de un tercero. Al mismo tiempo, hay deudas en el extranjero para nuestro país que se cifran en nuestra moneda, y otras en moneda extranjera. Habrá, pues, una balanza de deudas y créditos en pesetas, y otra en moneda extranjera. El saldo entre sí de estas dos balanzas, cuando se presentan desequilibradas en sentido inverso, no ofrece ninguna dificultad, puesto que cualquiera que sea la forma en que se cifre su deuda, el español siempre paga en pesetas, y el extranjero siempre en moneda de su país. Para saber si en un momento dado la balanza de cobros y pagos se presenta desnivelada o no, bastaría convertir en pesetas las deudas y créditos en moneda extranjera que hay que liquidar, al cambio del momento, y si en esas condiciones se equilibraban las dos sumas, la liquidación podrá hacerse sin que haya motivo para alterar el cambio corriente.

Tampoco debe ofrecer ninguna duda el distinto modo de ser liquidadas las deudas y créditos, ya que no introduce ninguna dificultad, ni es causa de desnivelación en la balanza bancaria. Una deuda se puede liquidar: por medio de un giro del acreedor sobre el deudor, o por medio de una remesa (de letra, cheque o libranza) del deudor al acreedor. Estando equilibrada la balanza bancaria, el medio de liquidarla sin dificultad sería que todos los acreedores de nuestro país girasen sobre sus deudores extranjeros, y vendiesen esos giros a los deudores nacionales, a fin de que éstos pagasen enviando a sus acreedores extranjeros esos giros para su cobro. Pero como esto de girar o hacer remesas se verifica en cada caso sin que medie acuerdo general, muy bien sucederá que en un país sean muchas las demandas que recibe la banca de cheques sobre el extranjero por parte de aquellos deudores que quieren liberarse de sus deudas allí, y en cambio, reciban poca oferta de giros contra los demás países, porque los acreedores de este país prefieren hacerse reembolsar por medio de remesas de sus deudores extranjeros, con lo cual en los otros países se presentará el mismo caso. Esto, digo, no da lugar a desequilibrio alguno, porque resultará que los banqueros que dan esos giros contra colegas suyos del extranjero quedarán deudores de ellos, pues no pueden compensarles con el envío de giros equivalentes, pero al mismo tiempo los banqueros extranjeros se verán obligados a girar, sin compensación de envío de giros, contra los banqueros nacionales, y por cantidad justamente equivalente, con lo cual quedarán saldados. Y lo mismo en definitiva, aunque recíprocamente en la forma, sucederá si prefiriendo la mayoría de los deudores que se les gire, resulta un excedente de giros negociados por los banqueros de uno y otros países; por el envío mutuo de esos giros la banca de ambos países quedará en fin saldada.

Es ocioso que hayamos dado estas minuciosas explicaciones a nuestros lectores, pues este elemental mecanismo bancario es de sobra conocido por todos ellos; nacido para favorecer la liquidación de las cuentas, sus variados mecanismos y combinaciones, lejos de crear desequilibrios, tienden a nivelar todos los que no dependen de algo extraño a la banca misma; pero tratándose de estas cosas que muchos se complacen en embrollar, es poco todo el cuidado que se dedique a poner los puntos sobre las íes en lo que es fundamental, por ocioso que ello pueda parecer.

Y que no es del todo ocioso, lo revelan medidas como la reciente de poner limitaciones y dificultades al mecanismo y al tráfico bancarios, medidas que algunos economistas de los de andar por casa declaran "perfectamente plausibles", aunque les pongan sus peros y



sus enmiendas. Pues no, señor, hay que decirlo claramente, no son nada plausibles, son sencillamente ridículas, porque revelan no ya una ignorancia de la ciencia económica, que esto sería algo dispensable, sino el más supino desconocimiento del mecanismo mercantil que se pretende intervenir; pensar que se puede hacer algo eficaz en la reposición de nuestra moneda entorpeciendo el mecanismo bancario, es como creer que se pueden ganar las batallas echando cohetes. Si fuese hacedero el entorpecerlo de una manera sensiblemente eficaz, entonces sí que habría desequilibrio y hecatombe; afortunadamente eso no es fácil, cosa que seguramente se oculta a los aconsejadores financieros de nuestros gobernantes (1).

No, no hay peligro de que el mecanismo bancario sea afectado seriamente por las medidas de nuestros Gobiernos, mientras su poder no se extienda a las Bolsas extranjeras, lo que por fortuna parece un poco lejano. El especulador nacional que halle alguna dificultad para comprar giros sobre el extranjero en nuestro país, no necesita ser de mucho fuste para encontrar en seguida resuelto el problema con encargar a un banquero extranjero que gire a su cargo, con lo cual obtiene exactamente lo mismo; y si su especulación consiste en vender un giro contra el extranjero, ¿cuán fácil no le es hacerse remesar un giro comprado en una Bolsa extranjera? El único perjudicado es el pequeño comerciante que tiene que hacer el pago de alguna mercancía o reembolsarse de algún envío, al cual ni sus relaciones ni su cultura mercantil ni la magnitud de sus operaciones le permiten otra cosa que ir a morir al banquero, que le cobra más caro en vista de las dificultades supletorias que se le ponen. De este modo, a quien se favorece es a los banqueros y agentes de bolsa extranjeros, y se perjudica al inocente comerciante que jamás pensó en especular, sin afectar al gran especulador.

La culpa de todo esto la tienen los economistas o los financieros empíricos que, olvidando o desconociendo el papel de la especulación y sus posibilidades, o quizás confiando en la ignorancia de los demás, se empeñan en colgar a la especulación el mochuelo de todos los males de la depreciación monetaria, como en otro orden cargan las gentes a la especulación y a la acaparación en particular el santo de la ca-

---

(1) Estando ocupado en la redacción de este trabajo, leo: «el objeto de estos giros se refiere a los cheques en moneda extranjera que traen los turistas) es adquirir moneda española y consumirla en el país». ¿Qué idea tendrá el que haya redactado esto de lo que es moneda, de lo que es cambio, ni cheque, ni nada? ¿Qué será eso de *consumir* la moneda? ¿Qué modo de hablar es éste? Verdaderamente, uno cree volverse loco algunas veces leyendo las elucubraciones económicas.

restía de la vida. La especulación no puede, en condiciones de libertad y equidad, no puede hacer otra cosa que anticipar, si es acertada, los efectos que fatalmente se presienten; y si es desacertada, el primero y único perjudicado es el especulador, y no parece probable que se equivoque voluntariamente.

Igualmente absurdas son esas pretendidas confabulaciones que se alegan como causa de la depreciación de las monedas, explicación probablemente de carácter político, con el fin de ocultar las verdaderas causas que no se puede o no se quiere confesar. Tal confabulación sólo es posible acaparando una cantidad grande de moneda de ese país, con lo cual se hace subir artificialmente su cotización, para luego lanzarla repentinamente en el mercado causando una depresión brusca. Financieramente es absurdo pensar que eso se intente, pues la operación de comprar a precios pujados, para luego vender a precios de pánico, es tan notoriamente ruinosa, que es inverosímil que halle un grupo de especuladores bastante poderoso para intentarla. Por lo demás, el efecto sería tan pasajero, por muchos recursos con que se ensaye, que ocasionaría una perturbación momentánea e insignificante. La moneda, tan fácil hoy de crear y de reabsorber — en tanto no ha entrado en la circulación normal, como sucede en el caso de ser acaparada, — es el único producto cuya acaparación especulativa no puede causar conflicto grave. Por las mismas razones es absurda la hipótesis de un Gobierno que por fines políticos decida sacrificar sus recursos, aun sabiendo la operación ruinosa, para causar un daño a su rival.

Todos estos pretextos no son más que el deseo de lanzar sobre los demás la culpa de los propios errores o de los males fatales que caen sobre la economía nacional, y de evitarse el penoso esfuerzo que supone el estudiar y resolver los problemas por su recto camino.

Cuanto llevamos dicho tiende a desbrozar las vías por las cuales se ha de encontrar la solución del problema. En él no debemos admitir — en tanto no se nos demuestre lo contrario — más que factores económicos; y no ficticios, sino reales y positivos. Esos factores económicos se concretan en lo que hemos llamado la balanza bancaria; y a las partidas efectivas, objetivas, de esa balanza hemos de atender exclusivamente (1).

Sobre una cosa hemos de insistir todavía. Al hablar de la balanza de cobros y pagos de un determinado lapso de tiempo, o del

---

(1) En un trabajo mío publicado en esta REVISTA (núm. 32) titulado «Dos Cuestiones de Actualidad» se encontrará (Tomo VI, pág. 12) el detalle de las partidas todas de la balanza bancaria,

saldo que ofrece en un momento dado, se entiende hablar de aquellas deudas y créditos exigibles desde luego y cuyo pago se reclama de hecho. Las deudas resultantes de operaciones actuales, o pasadas cuya liquidación no es exigible hasta más adelante o que, siéndolo desde ahora, no se reclama, no actúan sobre la balanza bancaria, ni por consiguiente sobre el cambio. Por eso, un modo de saldar de momento los desequilibrios bancarios es aplazar el pago del excedente de deudas.

Se atribuye generalmente a estas deudas en potencial, cuya existencia se conoce y cuya liquidación se ha de hacer en un término definido, un efecto depresivo sobre los cambios; y es necesario precisar la naturaleza e importancia de ese efecto. La especulación descuenta siempre toda alteración futura y previsible de los precios; sabiendo que en un momento futuro se acumulará la liquidación de una gran masa de deudas que desequilibrarán el mercado en cierto sentido, es natural que los especuladores se anticipen a ese efecto. Pero como toda variación de las cotizaciones que no está justificada por hechos objetivos del momento tiende a causar efectos que la contrarresten, al igual que el sentido en que se desplaza un equilibrio mecánico tiende a oponerse y neutralizar a la causa extraña que lo perturba — el artificioso efecto determinado por la especulación irá creando una masa de créditos opuestos, que tenderán a neutralizar el que se halla pendiente, de suerte que al hacerse éste efectivo, resultará compensado sin violencia. El mecanismo de esto es el mismo explicado unas páginas antes en este mismo trabajo (pág. 114).

Con estos preliminares, podemos entrar en el estudio de las alteraciones de la balanza comercial, sus efectos y sus causas.

### III

#### LOS EFECTOS DEL DESNIVEL

Veamos ahora los resultados que producirá cualquier desnivel fortuito de la balanza bancaria, el hecho de que en nuestro país resulte en un momento dado que la banca ha de hacer, por ejemplo, más cobros de deudas al extranjero que pagos de créditos nacionales contra los extranjeros.

Acontece entonces que los banqueros en general quedan deudores de las bancas de los demás países, y no encuentran medio de pagar valiéndose del mecanismo puramente bancario, pues hay un déficit de giros contra el extranjero, por compra de los cuales y envío, si existieran, habrían de quedar saldados. Este déficit, esta carestía de papel sobre el extranjero, induce por natural reacción del mercado a pa-

garlo con beneficio, y aquí aparece un cambio desfavorable para nuestra moneda.

Si el desnivel obedece a causas muy transitorias (ya veremos después cuáles lo son y cuáles no), pronto se corrige, porque la reacción natural del mercado tiende a aportar espontáneamente el correctivo. El nervio mismo de la mecánica económica está en comprender este hecho sencillo: que las reacciones de los precios tienden a rectificar los desniveles mismos de que se originan, y esto sin que nadie expresamente se lo proponga; pero con ser sencillo este hecho, es difícil de hacer penetrar en la conciencia de los hombres, y especialmente de los gobernantes, quienes se resisten a admitir que su poder político no llegue a ser capaz de corregir las leyes económicas.

Un daño para nuestra moneda determina en primer lugar sobre el mercado de productos el siguiente efecto: se reduce el margen de beneficio para la importación, puesto que al fin y al cabo aquel daño es un gasto más que ha de pagar el importador de productos extranjeros, y por consiguiente, los productos importados resultan más caros y se consumen menos, en igualdad de las demás condiciones. Por el contrario, la exportación se encuentra estimulada, porque el susodicho daño constituye una prima para la exportación. El resultado es desnivelar la balanza comercial en favor de las exportaciones, y en consecuencia crear por este concepto un excedente de deudas en el extranjero en favor de nuestro país, lo cual tiende a corregir el desequilibrio de la balanza bancaria y aun desnivelarla en sentido opuesto hasta destruir la prima del cambio, si, como suponemos, la causa del primitivo desequilibrio ha obedecido a algo puramente accidental.

¿Qué mercancías serán las que más sufran de la merma en las importaciones? Aquellas, naturalmente, que se importaban con menor margen de beneficio. ¿Cuáles serán las que hallen un momentáneo estímulo a ser exportadas en mayor medida? Aquellas cuya diferencia marginal de precios entre el mercado nacional y el extranjero esté más cerca de ser suficiente para pagar los gastos de transporte y de comercio. Si hay mercancías abundantes muy próximas a esos puntos críticos, el desnivel no puede llegar a ser muy grande, porque en seguida se corrige por alteraciones en el tráfico.

Entre todas las mercancías hay una muy especial, muy especial porque su poco peso en relación con su valor hace que el gasto de transporte pese muy poco sobre ella, y el muy poco riesgo y fácil mecanismo de su comercio causan que los gastos de él sean mínimos; muy especial, porque es al mismo tiempo la que ha servido de base para fijar el valor de la moneda; nos referimos naturalmente al oro. Basta que el oro ofrezca un pequeñísimo margen de diferencia de

precio entre dos países (lo que se llama técnicamente en el comercio de metales preciosos el *gold point* o punto de oro, que suele ser alrededor de un 4 por mil), para que resulte lucrativo trasegar oro del país de precio más bajo al de más alto, es decir, de aquel en que la moneda experimenta daño en el cambio a aquel otro en que obtiene beneficio.

Pero en virtud de ser el oro el metal monetario, ocurren una serie de hechos más importantes que el equilibrio de la balanza bancaria gracias al envío de oro. Ocurre que el oro, cuyo caudal se ha visto aminorado en el país que lo exportó (el de cambio con daño) e incrementado en el otro, sufre en el primero un encarecimiento consiguiente, y en los otros su abaratamiento relativo con respecto a todos los demás productos. Ahora bien; si el oro está entre los medios circulatorios o moneda efectiva de esos países, su encarecimiento en el país exportador significa que la moneda de ese mismo metal pasa a experimentar un daño respecto del oro en pasta, lo cual en todo sistema monetario de patrón oro efectivo determina la desamonedación de parte de la moneda de oro hasta restablecer el equilibrio, es decir, que el encarecimiento del oro comporta como consecuencia inmediata el de toda la moneda, o lo que es lo mismo, un abaratamiento general de los precios. Lo contrario sucederá precisamente en todos los países que reciben el oro exportado: en parte se amonedará, la moneda se abaratará, los precios se elevarán. Pues bien, esto como claramente se ve, tiene los mismos efectos que producía el precio de cambio antes: estimular la exportación desde los países deudores a los acreedores y reprimir la inversa, esto es, equilibrar la balanza bancaria. Pero el daño ahora de la moneda ha desaparecido (salvo en todo caso el *gold point*); su papel lo suple el establecimiento en cada país de un nivel de precios adecuado para mantener el equilibrio de la balanza bancaria, merced al juego del comercio internacional.

Claro que todo esto sucede en la hipótesis de que el oro no encuentre obstáculos para ir de un país a otro, y que circule libremente dentro de cada uno de ellos, para que la iniciativa particular pueda recogerlo y exportarlo cuando ello conviene. Si no sucede así, ese regulador no puede obrar; mas todavía se manifestará su efecto en ciertos casos excepcionales. Sea el caso en que la balanza bancaria se desnivela en favor de un país, como España, en que no circula el oro, y en daño de países en que sí que circula o que lo emplean al menos para saldar sus deudas internacionales; el oro es importado y no se pone en circulación, mas sirve como base para emisiones de papel moneda. El efecto es completamente idéntico para ese caso particular, pues esa moneda de papel hace la misma función en el mercado que

la de oro a que substituye, aunque entonces ya no podemos decir que en el caso inverso ocurrirá lo propio, dado que ese oro que constituye reserva bancaria queda sometido, no a las leyes económicas generales, sino al capricho y a los prejuicios de una entidad particular y de los gobernantes que la intervienen (1).

De lo dicho respecto de la balanza comercial se puede deducir esta ley, que abarca el caso de la transmigración de oro: *El desnivel de los cambios de un país respecto de los otros está limitado por el margen necesario para que resulte conveniente exportar o importar, según se trate de un daño o de un beneficio, la mercancía de libre tráfico que más se acerque a esta posibilidad.*

Esto por lo que respecta al tráfico propiamente mercantil. Pero éste no forma la única partida de la balanza bancaria, siquiera sea la primordial. Con la reacción de las demás ocurren fenómenos parecidos, como vamos a hacer ver brevemente.

El descenso de valor de nuestra moneda, que es el caso particular que para concretar los ejemplos examinamos, comportará, como para las mercancías, un margen de ventaja para los fletes de los buques nacionales, puesto que se pagan en una moneda de menos valor; luego favorecerá que se haga mayor número de transportes en bandera nacional, cosa que representa una contrapartida mayor para las deudas al extranjero; es como una mayor exportación.

El cambio adverso de nuestra moneda reprimirá el turismo español en el extranjero, porque el viajero nacional se encuentra ya con una desventaja al cruzar la frontera; en tanto que para el turista extranjero en nuestro país eso es una ventaja, lo cual estimulará a viajar por España, partida a nuestro favor en la balanza.

(1) Hace más de seis años, desde antes de terminarse la guerra y manifestarse muchos fenómenos que después hemos visto, que vengo predicando esto públicamente: que las reservas bancarias para nada influyen como tales al crédito de la moneda, ni en su valor, ni en su precio internacional; que a su estimación y circulación interior no afecta en nada que la moneda sea de oro o de otra materia, incluso papel; que lo que afecta es su cantidad. Por fortuna, la predicción no parece del todo perdida. A principios de 1918 enviaba yo al diario «El Sol», para su publicación, un artículo en que contenía esta tesis de que la calidad de la moneda es indiferente, el regente de esa sección, un docto profesor, el señor Olariaga, me lo devolvía manifestándose disconforme con la tesis, porque era «el aumento de la circulación fiduciaria, y no del dinero»—me decía—lo que importaba. Pero muy recientemente (núm. 2867 del mismo periódico) he tenido el gusto de ver publicado un artículo de tan autorizado economista, en que se sostiene el mismo criterio que yo sostenía ya por entonces, y en que muy particularmente dice lo siguiente: «Lo que influye en el cambio en esos casos no es el metal regulador—o garantía como suele decirse, dando lugar a confusiones—, sino el exceso de medio circulante, esté compuesto de una u otra materia, y tenga o no tenga garantía». No es mucho seis años para un cambio de ideas tan importante.

La transmigración de capitales. Cuando la moneda de un país sufre daño, en igualdad de las demás condiciones hay un estímulo a emplear capitales extranjeros, se incrementa la inmigración de capitales, y a la inversa si experimenta beneficio; pero como en esto ya interviene la especulación, a menos que se trate de un traslado forzoso de capitales, lo que influye principalmente es que se confíe en que la paridad se restablezca antes de la repatriación y beneficiarse entonces del nuevo cambio más favorable. Si se espera que el cambio siga variando en sentido opuesto, el fenómeno es inverso. Al hablar aquí del traslado de capitales queremos significar la transferencia bancaria de una disponibilidad, que es naturalmente una deuda o un crédito que viene a pesar sobre la balanza bancaria, no del traslado de un capital real, de una mercancía que se introduce en un país distinto y cuya propiedad no se transfiere, sigue siendo del mismo propietario, y por consiguiente, no crea una deuda que hay que satisfacer; esta operación no afecta para nada a la balanza bancaria y no hay que contarla ni como deuda ni como mercancía importada, a los efectos de dicha balanza.

Y vamos, en fin, a la especulación, que es la última partida que puede ser afectada por una alteración del cambio. Todas las múltiples formas que hay de especular en los cambios y que no incluyan al mismo tiempo una operación de otra índole, como tráfico de mercancías o emigración de capitales, que ya hemos considerado, es decir, las que constituyen especulación pura, pueden reducirse a esto: a dejar sin cobrar parte de las deudas que se habrían de realizar a un cambio desfavorable, cuando se espera que ese cambio ha de sufrir reposición; la especulación no siempre es realizada por el primitivo poseedor del crédito, sino por otro que lo compra y aguarda ocasión más favorable de cobrarlo. De este modo se consigue que parte del Debe de la balanza bancaria quede en suspenso y que ésta aparezca saldada de momento ficticia o imaginariamente. Por iniciativa particular sólo sucede esto cuando hay motivos para pensar que la restauración del cambio se cumplirá en plazo accesible a la especulación individual. Cuando el plazo se advierte largo, si la nación tiene interés en mantener el equilibrio de la balanza comercial sin que se desnivele demasiado el cambio, ha de acudir a consolidar esa deuda mediante empréstitos en el extranjero que enjuguen el saldo. De todos modos es necesario que el desequilibrio sea pasajero, porque de otro modo no habría empréstito bastante grande para enjugar constantemente el saldo desfavorable; es decir, es menester que no persista una causa constante de desequilibrio, que sólo puede corregirse por

una variación general de los precios, y por consiguiente, de los cambios o precios de las monedas extranjeras.

Hay una forma de especular que no puede reducirse de momento a la compra de un crédito real, y es la simulación de un crédito futuro. El especulador que cree que una moneda ha de bajar de valor con respecto de otra, en vez de comprar un crédito en la moneda cuya subida espera, puede vender un crédito simulado en la que ha de bajar, es decir, puede comprometerse mediante un precio, a entregar dentro de cierto plazo un crédito en la moneda que juzga amenazada de baja y que él espera que podrá comprar más barato antes de llegar el término de la entrega. Es claro que esta especulación no produce ningún efecto de momento en el mercado bancario; el efecto lo producirá al llegar el momento en que el especulador ha de comprar el crédito real que se ha comprometido a entregar; y su influencia en los cambios depende entonces del uso que el receptor del crédito haga de él, esto es, de que lo conserve o lo utilice en realizar un pago.

De cualquier modo es evidente que la especulación es incapaz de determinar ninguna alteración estable en el cambio, que no impongan otros factores positivos, porque de ir en contra de ellos, de causar una cotización artificial, el único efecto es fomentar las causas que provocan la reacción en el sentido que los factores reales imponen. La perturbación producida por una especulación errónea puede durar a lo sumo unas semanas, lo indispensable para que el comercio aproveche las favorables coyunturas que la situación anómala de los cambios ofrece al intercambio mercantil.

De lo cual se infiere que los desniveles algo estables de los cambios tan sólo pueden deberse a causas positivas y permanentes de alteración que ninguna maquinación especulativa, bancaria, crediticia, pueden alterar, porque han de ser causas que afecten a la economía interna de los países.

Pero el estudio de tales causas es ya harina de otro costal.

#### IV

#### LAS CAUSAS DE DESEQUILIBRIO

Es de una inocencia que hace sonreír la ingenuidad de algunos escritores económicos que, cuando quieren investigar las causas de desequilibrio de nuestra balanza comercial, examinan las estadísticas de importación y exportación de años sucesivos; y al descubrir una partida de exportación que se ha visto mermada u otra de importación que ha crecido, dicen: "He aquí la causa del desequilibrio: los



automóviles, el papel, el tabaco." Perdonad, buenos señores; eso es en lo que consiste el desequilibrio, mas no la causa.

Conclusiones de un carácter tan superficial son las que llevan al prejuicio de que el proteccionismo puede obrar favorablemente sobre los cambios, razonando así: Puesto que la balanza está desequilibrada porque se importa demasiado de esto o de lo otro, impidamos que eso y lo otro se importen, con lo cual tendremos evitado el mal. No se preguntan tan ingenuos arbitristas si, al impedir la importación de tales productos, el desnivel no seguiría subsistiendo, por dejarse de exportar otros al mismo tiempo en igual o mayor medida, o por trasladarse a otras especies el excedente de importación que ahora se manifiesta en esas.

Es una ilusión pensar que las medidas aduaneras puedan tener la menor eficacia favorable en los cambios. El principio que hemos establecido antes nos lo dice. Si los artículos afectados por las medidas no son de aquellos que pueden llegar a ofrecer por las variaciones del cambio un margen suficiente para el tráfico, el efecto será nulo. Y si afecta a éstos, el desnivel del cambio tendrá que hacerse mayor, por tener que establecerse el equilibrio de la balanza bancaria a expensas de la exportación o importación de productos que están más lejos de ofrecer el margen suficiente. Así como la menor oscilación del cambio se da cuando la regulación de la balanza bancaria se puede establecer a expensas del oro, que es la mercancía que exige menor margen de precios para la exportación, el desnivel del cambio habrá de ir siendo mayor a medida que la balanza bancaria se haya de equilibrar merced al tráfico de productos que exigen mayor desnivel para que su exportación o importación sean lucrativas. Y claro, que como son aquellos que, por exigir menos margen se importan de ordinario, a los que se procura atacar con derechos aduaneros, la consecuencia lógica es que el proteccionismo hace mayor el daño que la moneda nacional ha de sufrir para compensar el efecto de las causas esenciales de desequilibrio, que son las que importa evidenciar.

Para concretar nuestros razonamientos, vamos a fijarnos en el caso particular del intercambio entre dos países del mismo sistema monetario, como España y Suiza, bien entendido que los razonamientos que empleemos son aplicables, *mutatis mutandi*, al intercambio con cualquier otro país y con el conjunto de todos ellos en general. Es evidente que el intercambio comercial es cosa que está regulada exclusivamente por los precios corrientes del mercado; que un producto se importe de Suiza a España depende exclusivamente de que, todo contado incluso el cambio favorable o desfavorable y el derecho si lo paga, resulte puesto en nuestro mercado más barato que el de

otro país y que el de la misma clase producido nacionalmente. Admitido esto, supongamos que por causas internas, de cuya naturaleza vamos a prescindir por el momento, el nivel general de los precios sea en España doble que en Suiza. Si hubiera simultáneamente paridad en el cambio, ningún producto español se podría exportar a Suiza, porque aun los más baratos en España resultarían mucho más caros que los similares de Suiza o que los que esa nación pudiera obtener de países con análogo nivel de precios. En cambio, no habría producto en el mercado suizo que no resultara lucrativo comprar e importar. Todo esto se traduciría fatalmente en un desequilibrio en favor de las exportaciones suizas a nuestro país, y consiguientemente — puesto que este es el principal capítulo de la balanza bancaria — en un desequilibrio de esta balanza en favor de las deudas a Suiza. Esto hemos visto que es lo suficiente para determinar una prima de cambio en favor de la moneda suiza, pero una prima que no encontrará correctivo espontáneo alguno, pues el equilibrio de la balanza bancaria no podrá restablecerse en tanto que esa prima no sea lo suficientemente grande para compensar el margen diferencial que establece el desnivel de precios, de suerte que la importación se pueda compensar con una exportación equivalente, y además jugar ~~de~~ todas las deudas remanentes del desequilibrio anterior.

Imaginemos que ahora se establezcan, en vista de lo que pasa, fuertes derechos a los productos suizos. La importación de Suiza disminuirá, pues los productos resultan más caros para los consumidores; pero una vez que nuestra exportación enjuegue el remanente de deudas a favor de la nación helvética, nuestra exportación a Suiza disminuirá otro tanto en valor, y el cambio no se modificará por eso en nuestro favor; porque la causa original de él, que es un precio general más elevado de las mercancías en nuestro país que en el de tras los Alpes, no se corregirá por eso, antes bien se acrecentará con el mayor coste general de la vida.

Tenemos, pues, una conclusión importante: *que un desequilibrio general en el nivel de precios entre dos países o entre un país y todos los demás es incompatible con la subsistencia del equilibrio de la balanza bancaria, a menos que se compense con una prima de cambio equivalente en favor del país o países de precios más bajos.* Y ese cambio será permanente, estable, en tanto no se modifique la causa original: pero si el margen diferencial de los precios sigue elevándose, la prima del cambio seguirá variando para adaptarse continuamente a la nueva situación.

Lógicamente debemos decir que la causa de los grandes desniveles estables del cambio entre las monedas de diversos países es el

desnivel entre los precios interiores de sus monedas en los mercados respectivos, y nada más que eso. Ni siquiera es legítimo intentar que la causa del cambio desfavorable es el desequilibrio de la balanza bancaria, porque ese desequilibrio es puramente temporal y su efecto restablecer la equiparidad entre cobros y pagos, de suerte que corrientemente el cambio adverso subsiste con un perfecto equilibrio de la balanza bancaria, y aun con desequilibrios a favor de los créditos del país de moneda enferma.

Puesto que la causa primordial del aumento del nivel de precios por encima de lo que corresponde al valor legal de la moneda es el incremento de la circulación monetaria (esto me parece un hecho demostrado por la razón y por la experiencia), podemos, elevándonos un grado más en la concatenación de las causas, decir que la causa de los cambios monetarios desfavorables es la inflación monetaria.

La moda ahora entre los grandes economistas europeos — citemos como ejemplo a Aquiles Loria — es la de considerar como las dos causas de depreciación de la moneda, la expansión monetaria y la balanza comercial: razonan sobre cada una cual si fueran independientes, hablando de la importancia relativa que tiene una y otra en la depreciación monetaria de cada país. Con todo el respeto debido a tan sabios economistas, diremos que no nos parecen dos causas, sino una sola: es la misma causa en otro período de su actuación. El proceso normal es el siguiente: Se aumenta la circulación monetaria, no por capricho, naturalmente, sino por atender necesidades financieras; ese aumento de medios adquisitivos viene a disputar los productos en el mercado a los que ya había y como la producción — por razones que no son del caso — no sube en la proporción exigida por el incremento de los medios de adquisición, los precios se elevan sin cesar en tanto el proceso sigue, y se desnivelan con respecto a los de los países que no expansionan su circulación o no la expansionan tan rápidamente; los productos de estos últimos son atraídos hacia los mercados en que alcanzan más alto precio, en tanto que el tráfico mercantil inverso se reduce: la balanza comercial se desnivela, y a esto sucede el desnivel consiguiente de la balanza bancaria; aparece un daño para la moneda del país de origen, más alto, daño que en condiciones normales restablecería el equilibrio, pero si el proceso continúa, el equilibrio no puede restablecerse sino a condición de que la moneda del país que aumenta su circulación siga cayendo de valor. Expansión monetaria, desnivel de la balanza comercial y depreciación de la moneda, no son más que fases diversas de un mismo y único proceso.

Un error que hay que evitar muy especialmente es el confundir

— sin querer, por supuesto, y creyendo distinguirlo bien — la balanza comercial y la balanza bancaria. Aquélla es sólo una partida de ésta, y es muy frecuente que ambas estén desniveladas en sentido inverso. Vamos a hacerlo ver.

Tomemos un ejemplo real: el de España actualmente. De un artículo publicado recientemente en *El Sol* por el señor Olariaga tomo el siguiente cuadro:

Años	Importaciones (excluidas las de oro y plata)	Exportaciones (excluidas las de oro y plata)	Exceso de las importaciones	Exceso de las exportaciones	Cambio medio anual de la moneda oro
	Mill. de Ptas.	Mill. de Ptas.	Mill. de Ptas.	Mill. de Ptas.	Tanto P. % (!)
1913	1.411.0	1.173.3	238.6	—	107.43
1914	1.082.4	929.9	152.5	—	104.13
1915	967.7	1.242.4	—	274.7	98.86
1916	913.0	1.361.5	—	448.6	96.60
1917	733.8	1.311.3	—	577.5	85.62
1918	575.7	938.4	—	362.7	84.24
1919	896.2	1.304.3	—	408.1	97.51
1920	1.306.5	1.010.7	385.8	—	123.05
1921	1.261.1	798.4	462.7	—	142.41

De la correlación que observa dicho profesor entre los desniveles de la balanza comercial en un sentido u en otro y la situación del cambio por encima o por debajo de la par, deduce que también está desequilibrada en el mismo sentido “la balanza económica, la balanza de cobros y pagos”, que ha sentido nárrafos antes que es lo que determina el cambio exterior de una moneda: de ahí saca en conclusión que “nuestro cambio está bajo, porque nuestra exportación ha quedado reducida a los dos tercios aproximadamente”.

Lo cierto es precisamente lo contrario: que la balanza comercial está desnivelada en contra nuestra, porque la de cobros y pagos lo está en nuestro favor, porque estamos cobrando del extranjero las sumas que nos debe. Durante la guerra y el primer año de post-guerra las exportaciones españolas superaron grandemente a las importaciones, porque las naciones beligerantes nos compraban a cualquier precio nuestros productos que necesitaban imprescindiblemente y que no nos podían pagar en otros productos, pues los suyos los tragaba, juntamente con los nuestros, la inmensa vorágine; el enorme saldo a nuestro favor iba quedando flotante, en forma de créditos retenidos por los particulares especulativamente esperando que los cambios se repusiesen en favor de las monedas extranjeras, en forma de créditos

comprados por consorcios bancarios, y en otras deudas no consolidadas que ~~contenían~~ mantenían el aluvión de créditos que de otro modo se hubiera precipitado sobre nuestros compradores, los cuales no los podían liquidar entonces. Pero esas deudas algún día tenían que ser pagadas, y en un día próximo, puesto que no estaban consolidadas y podían ser exigidas en cualquier momento, o estaban consolidadas en convenios a plazo corto; esas deudas tenían que ser satisfechas, y es ahora el momento en que se están satisfaciendo, y en la única forma en que las deudas internacionales se pueden satisfacer de hecho, que es en mercancías.

El mecanismo mediante el cual esto sucede es muy sencillo. Los tenedores de créditos o de moneda extranjera, que para los efectos es lo mismo, están ahora liquidándolos a medida que la ocasión les parece favorable y sus necesidades se lo exigen, y esa liquidación no representa otra cosa que lanzar en el mercado bancario papel contra el extranjero que desequilibra de continuo la balanza bancaria en nuestro favor; y el modo de restablecer ese equilibrio es crear créditos contra nosotros por el envío de mercaderías. Ese desnivel del lado de las importaciones es la compensación del desnivel anterior en sentido inverso, y no tenemos más remedio que soportarlo, mal que nos pese, si queremos cobrar lo que se nos debe. Por donde se ve lo irracional que es el reverdecimiento del proteccionismo que ha venido como consecuencia de esa invasión de importaciones con que se han encontrado las naciones acreedoras después de la guerra. Quieren cobrar y no quieren ser pagados en mercancías. ¿Pues en qué han de cobrar?

## V

### EJEMPLOS

El fenómeno no es especial a España: es peculiar de todas las naciones que se hicieron acreedoras de las demás, y sin embargo, no todas tienen su moneda depreciada. Un sumario examen de lo que sucede en algunas naciones nos revela los casos más variados.

Los Estados Unidos tienen su moneda boyante y una balanza comercial de las que se suele llamar favorables: la han tenido siempre desde que se han hecho una gran nación agrícola e industrial. ¿Quiere decir esto que su balanza bancaria es deudora o acreedora? Norte-América es un país que coloca muchos capitales en el extranjero, que acomete grandes empresas por doquier, aportando allí maquinaria, materiales propios que no vende, sino que quedan de propiedad de súbditos suyos y que, por consiguiente, no afectan para

nada a la balanza bancaria; de la cifra de sus exportaciones habría que descontar, al utilizarla como una partida de la cuenta de cobros y pagos, los artículos exportados, pero no *vendidos*. La nación yankee, además, hace grandes préstamos continuamente a otros países, y como esos préstamos, aunque se computen en dinero, en definitiva son mercancías que envía y que no cobra, que no pasa a la cuenta bancaria, pues quedan consolidadas en títulos de deudas a su favor, tampoco hay que incluirlas en la balanza bancaria. Si supiéramos la magnitud de estas partidas, veríamos que rebajándolas de su balanza comercial favorable, del excedente de sus exportaciones — aun agregando éste del importe de los fletes ganados por su marina y las rentas de sus colocaciones fuera del país, — que ahora hay en su balanza de intercambio verdadero un déficit en las exportaciones, como corresponde a un país que está cobrando deudas. Esas partidas que digo, no nos son conocidas, pero hay el método de juzgar comparativamente: y si lo hacemos así, vemos que el excedente de su exportación, que era en 1913 de 684 millones y bajó en 1914 a 300, oscilando entre 3,000 y 4,000 en los años de guerra, ha bajado luego precipitadamente a 767 millones en 1922; baja que sería mucho mayor si tuviéramos en cuenta la importación de oro, que ha sido en los últimos años algo verdaderamente enorme. Los financieros no se explican que en un país del vuelo industrial que han adquirido los Estados Unidos se haya podido producir una baja de 5,000 millones en sus exportaciones repentinamente. La explicación es ésa.

Inglaterra ha tenido siempre en los últimos tiempos una balanza de comercio desfavorable, lo cual no quiere decir que su balanza bancaria lo fuera, puesto que el déficit mercantil se enjugaba con exceso por los fletes de su marina y las rentas de sus colocaciones en el extranjero, y todavía le quedaba excedente para colocar capitales en importantes empresas fuera del país, es decir, que su balanza bancaria era favorable. Ahora sigue siendo desfavorable, naturalmente; pero de 134 millones que fué el déficit de 1913 y 800 que alcanzó en el último año de guerra, pasa a 115 en 1922, lo que representa menos que el de 1913, y mucho menos si se tiene en cuenta la diferencia de valoración de las cosas. Si consideramos que sus "exportaciones invisibles" (fletes y rentas del exterior) se cifran en 600 millones, encontramos un saldo acreedor por exportación de mercancías y servicios, como corresponde a un país que debe y paga. Si nos fijamos en su comercio especial con una nación como España, en que la única relación financiera actual de alguna importancia es el cobro de los saldos en moneda inglesa que había pendientes, vemos que a pesar de que el tráfico se hace principalmente en buques ingleses y de que hay

muchos capitales ingleses en España, de 1919 a 1920 el sentido del saldo de la balanza de mercancías se ha invertido y es ahora favorable a Inglaterra; el fenómeno aquí no deja lugar ninguno a duda.

En la estadística del comercio de España con Francia se puede observar el mismo cambio, aunque aquí el saldo a favor de Francia es todavía pequeño, porque Francia no puede pagar tan deprisa.

El Japón, he aquí un caso de país con moneda saneada (su cambio con Norte-América sólo es de 3 por 100 de daño), y sin embargo, el saldo de su comercio ha seguido la misma evolución que en España; de un saldo en favor de las exportaciones que llegó a ser de 564 millones en 1917, de 300 millones en el año siguiente y había sido de 360 en el anterior, pasa a ser opuesto en 1920 con 390 millones de déficit y en 1921 con 360. ¡Hasta casi las cifras coinciden con las de España! Pero el estado de su moneda bien distinto. Esto contradice totalmente la teoría que el señor Olariaga considera tan bien asentada con un simple cuadro que muestra ciertas correlaciones.

Italia, país de balanza mercantil absolutamente desfavorable. Su moneda, depreciada, pero con un cambio perfectamente estabilizado desde hace ya muchos meses. No puede admitirse, por consiguiente, que su balanza de cobros y pagos esté desnivelada, porque eso se revelaría de vez en cuando, al acumularse un exceso de papel contra el país en manos de la banca nacional o extranjera, en bruscas caídas de la lira, como pasa en Francia. Si no ocurre así, es porque sus deudas extranjeras están consolidadas en forma de empréstitos no exigibles de momento, y porque el excedente de importaciones lo salda en gran parte con los envíos de los compatriotas emigrados en América.

Podríamos multiplicar indefinidamente los ejemplos, pero estos creo que bastan para demostrar que cada uno es un caso particular que hay que estudiar separadamente, con arreglo a los factores especiales que concurren; que de hechos tan complejos como es una estadística de comercio exterior no se pueden derivar leyes sencillas; que para eso hay que someterlos a un análisis que los descomponga en sus factores elementales, y éstos son los que se pueden relacionar de una manera clara con los efectos que producen, pues otra cosa es querer averiguar el tonelaje de un buque por la edad de su capitán.

Y es que el razonar por simples correlaciones estadísticas, es un método muy expuesto al error, sobre todo cuando el sistema se limita a examinar un solo caso, que es caer en la falta de aquel inglés que juzgaba a todo el sexo femenino de un país por los caracteres físicos y morales de la única mujer que conocía: de su patrona. Las estadísticas son buenas para juzgar una teoría, para ver si los hechos

permiten aceptarla o desecharla, utilizándolas con mucha discreción y con algún escepticismo; pero nunca para tomarlas como una teoría. Los números son un precioso instrumento de la razón, pero no la suplen.

Todavía quisiera antes de terminar ofrecer dos ejemplos de cierto interés: el de Alemania y el de Francia.

El de Alemania, porque es un caso curioso de influencia especulativa, y un caso que una consideración superficial quizás juzgara en contradicción con la teoría que sustentó. He dicho que el proceso normal de un desnivel de los cambios es un previo desnivel de los precios interiores con respecto a los de otros países con que se comercia, y en Alemania no ha pasado esto, sino lo contrario: que el cambio exterior ha estado siempre más deprimido que lo que exigía el nivel interior de los precios. Obsérvese que, si bien el proceso normal es el enunciado primero, no es el único que nuestra ley admite: en ella se dice únicamente que la existencia de un desnivel de precios y una paridad de cambios son incompatibles, no pueden dar un equilibrio estable jamás; si lo que se produce primero es el desnivel interior de los precios, como es el caso corriente, el de cambios sigue tras él; mas si las circunstancias determinan primero el desequilibrio de los cambios, es el de los precios el que va a la zaga. No podemos decir que el desequilibrio de los precios es *la causa* del de los cambios, ni lo inverso: trátase en rigor de lo que los físicos llaman un fenómeno reversible, un fenómeno en el cual lo que en ciertas condiciones obra como antecedente, en otras es consecuente del que antes le precedía, caso que se presenta siempre que la condición de estabilidad es un equilibrio definido, y al cual la ciencia moderna tiende a reducir casi todos los fenómenos mecánicos.

Los motivos que determinaron en este caso la inversión del fenómeno pueden ser reducidos a uno solo: la especulación, tomada en su recto sentido. Había en el mundo un gran número de personas propicias a creer que la enfermedad que aquejaba a la moneda alemana era un mal pasajero. Verdad es que acabábamos de ver llegar ese mal a sus extremos más agudos en Rusia y en Austria; pero Alemania, la gran Alemania, era imposible que consintiera en perder su crédito, que dejara de pagar: no, Alemania era una nación de crédito, a pesar de sus desgracias. Y ved cuánta culpa tuvieron en este engaño de las gentes esos economistas que hoy se quejan amargamente de su credulidad y prorrumpen en lastimeros trenos por la gran desgracia que con esto nos ha sucedido. Ellos propagaron y propagan todavía que lo que sostiene el valor de la moneda de un país es la confianza que inspira de que pagará sus deudas, la confianza en su



situación económica, empeñándose en no ver que la potencialidad económica y el crédito de un país no guardan ninguna relación necesaria con la estimación de su moneda. Alemania es un gran país, a pesar de sus culpas y de sus desgracias; hay en esa nación un gran cúmulo de valores positivos acumulados por la cultura y por la historia, que no morirán, que no deben morir, porque sería una calamidad humana; esas fuerzas, esos valores, en lucha contra la adversidad, conseguirán imponerse y vencer, y Alemania resurgirá, volverá a ser grande y poderosa, sobre todo si sabe cifrar su grandeza política en ideales más nobles; pero su moneda actual jamás recobrará su valor. Lo cual en nada afecta al crédito de la nación germana como deudor, pues no se ha negado a reconocer sus deudas ni su moneda. Es que se olvida en esto que la moneda, desde el momento en que deja de ser como una cédula de depósito, un documento en que se ofrece entregar al portador una cierta cantidad de mercancía de valor real, sea la que sea, no garantiza otra cosa, en buen derecho, que el poder comprar en cualquier momento en su mercado propio los productos que den por ella; y en el mercado de Alemania ahora dan muy pocas cosas por un marco.

Pues bien; como Alemania se encontró acosada por la necesidad y por todas las demandas, y se encontró con que su papel moneda y sus créditos en marcos eran bien acogidos en las naciones extranjeras por los particulares, en tanto que su situación le impedía obtener empréstitos regulares de los Gobiernos y de las bancas extranjeras, siguió el único camino que se le dejaba abierto. ¿Qué representaban esos créditos que obtenía y ese papel moneda que vendía? Lo que ya hemos dicho: poder importar artículos sin pagarlos de momento en nada real, saldar su déficit de subsistencias y el que le causaban las entregas en especie que tenía que hacer, con la importación extranjera a cambio de créditos que hasta los más minúsculos especuladores compraban de buen grado. ¿Es justo decir por esto poco menos o poco más que Alemania organizó una gran estafa internacional? Eso, además de ser injusto, constituye una enorme impiedad. Tanto valdría decir que Alemania premeditó su propia ruina. En estas cosas no se suele ver todavía bastante claro para poder asegurar que hubo alguien en Alemania que pudo calcular a donde se iba, y seguir a conciencia la senda.

La colocación de créditos y papel en el extranjero en cantidades cada vez mayores no podía hacerse sin deprimir de día en día la cotización, para ponerse al alcance de todos y que hasta los más vacilantes se dedicaran a comprar un dinero que cada vez parecía que ya no podría llegar a valer menos. Y es natural que en estas condi-

ciones la depresión fuese exógena se originase de fuera a dentro, pero una vez causada en el exterior tendía a transmitirse al mercado interior, pues parte de ese dinero y de esos créditos se querían realizar desde luego comprando artículos en Alemania, por aquellos que veían más seguro negocio en esto que en aguardar; y entoces ese dinero y esos créditos que, al volver a Alemania era en demanda de artículos, de todo aquello que fuera lucrativo mercantilmente exportar, reoblaban sobre el mercado interior y pujaban los precios por aumento de la demanda de las mercancías y disminución de su cantidad, como se multiplicó también la invasión de forasteros. Para defenderse de esto, tal fué la magnitud de los efectos, hubo que crear un feroz proteccionismo a la inversa, de impuestos a la exportación o de francas prohibiciones, a fin de que los precios no llegasen a elevarse hasta lo que exigía el desnivel de los cambios, al menos para los artículos de primera necesidad, y aumentase enormemente la carestía; y hubo que declarar la xenofobia y sobrecargar de impuestos y dificultades a los extranjeros que quisieran aventurarse por Alemania. En todo esto no hay nada, a mi juicio, que no pueda explicarse por los rectos caminos de las leyes económicas más elementales.

Y en cuanto a lo que ocurre en Francia, y que se ha manifestado de un modo algo aparatoso con la reciente fluctuación del franco, es algo que no deja de tener ciertas relaciones íntimas con lo de Alemania. También en este caso se ha visto que el movimiento iba de fuera adentro; que lo primero en producirse fué una depresión del cambio exterior, a la cual seguía naturalmente el encarecimiento en el mercado interior. Y es que en Francia sucede algo parecido. Hay flotantes en el mundo financiero de todos los países un gran número de créditos contra la nación transpirenaica, que proceden de la época de la guerra; muchos de esos créditos están en poder de personas que los mantienen en espera de la ansiada reposición del valor del franco, no cobrando interés por las cantidades así empleadas o cobrándolo muy corto, en la confianza cada día más débil de que el lucro que realizarán en el cambio les compensará de la pérdida de intereses y de la inercia de esos capitales.

A medida que la esperanza de realizar un buen negocio (no la confianza en el crédito de la vecina nación, que es otra cosa muy distinta) se debilita, a medida que por otra parte las necesidades aprietan o que surgen las ofertas de negocios en que emplear esos capitales parados con promesas de buen fruto, aquellos créditos van saliendo al mercado bancario para ser liquidados. Pero Francia no puede pagar (no me refiero al Estado, sino a la nación en general) tan deprisa como a veces le reclaman sus acreedores, su economía productiva no

se ha repuesto todavía suficientemente para ello, así es que cuando esos créditos salen en exceso, se van acumulando en la banca y provocan una caída en el cambio (que es el único modo de poderlos realizar, porque esa caída en el cambio favorece la exportación de productos franceses, substrayéndoselos al consumidor francés por encarecimiento de los precios en el mercado interior). Y todo esto sin con-fabulación ni maquinación de ninguna especie, por un proceso natural.

Modo de evitar el derrumbe del franco: obtener empréstitos en el extranjero para enjugar la deuda flotante, para recoger ese exceso de papel sobre Francia en manos de la banca. En rigor, no se hace más que cambiar de acreedores: unos nuevos más pacientes y mejor retribuidos, en vez de los más acuciosos de antes. Este fenómeno se repetirá probablemente bastantes veces, y el franco sufrirá entonces la misma sacudida que ahora, pero como Francia es probable que encuentre siempre fiadores (he ahí la diferencia con la Alemania actual), la reposición relativa se manifestará en seguida; ved una buena ocasión para los especuladores avisados de realizar un pingüe beneficio periódicamente, comprando francos en el momento de depresión, para venderlos al reaccionar seguidamente.

Nuestra larga peroración está terminada; hemos sido un poco pesados: es que el asunto es algo intrincado y hay que ir paso a paso; en este camino han resbalado inteligencias muy superiores a la nuestra, y con tanta más razón nosotros teníamos que caminar con cuidado y apoyándonos bien. He procurado demostrar que los fenómenos del cambio internacional son comprensibles y perfectamente interpretables por causas económicas normales, y nada más que económicas, del mismo modo que la formación de la corteza terrestre la explica hoy la Geología, mejor que acudiendo al sistema catastrófico de los primeros geólogos, por los mismos agentes que vemos obrar todavía. Nosotros no hemos acudido a tenebrosas maquinaciones financieras, ni a ese obscuro e incoercible factor psicológico que no hemos logrado averiguar qué es; que esperamos que se nos explique en qué consiste, para discutir si podemos o no admitirlo y en qué medida, aunque tememos demasiado que sea como aquella estatua maravillosa del mito griego, que se desvanecía cada vez que se intentaba tocarla.

GERMÁN BERNÁCER

Alicante, Escuela de Comercio, Abril de 1924.