bills of cheques en Inglaterra, que ganan interes i son reembolsables a plazo fijo, a 3, 6, 9, 12, i 18 meses despues de la fecha de su emision. Estos billetes, cuando su cantidad no es excesiva, se negocian sin dificultad i a condiciones jeneralmente ventajosas, porque, siendo reembolsables a un breve plazo, i por consiguiente poco susceptibles de depreciacion, presentan una inversion cómoda a los capitalistas que quieren reservar sumas disponibles considerables para las operaciones lucrativas que puedan presentarse. Cuando el Estado deudor no puede reembolsar los bonos vencidos con sus recursos actuales i realizados, los reembolsa mediante un nuevo empréstito, por la emision de una suma igual de bonos del mismo jénero, a un interes superior o menor, segun la situacion del mercado. Este recurso dispensa a los administradores de la hacienda pública de la necesidad de tener siempre fuertes sumas en caja.

§ 3. — De los mercados en que se negocian los empréstitos públicos.

Es indispensable, para hacer comprender bien las operaciones a que dan lugar las deudas públicas, presentar una descripcion sumaria de los mercados en que estos empréstitos se negocian, en concurrencia con las acciones de las grandes sociedades comerciales; tanto mas cuanto que estos mercados o *Bolsas*, aunque mui afamados, son poco conocidos de las personas que no tienen la costumbre de frecuentarlos.

La Bolsa en que se negocian los empréstitos públicos es un mercado permanente adonde los capitales disponibles, en cualquier ramo de industria que se hayan formado, vienen a buscar una colocacion, i donde las personas

civiles que tienen necesidad de procurarse fuertes sumas de capitales disponibles vienen a buscarlas. Este mercado tiene, como la mayor parte de los demas, negociantes por mayor i por menor, intermediarios habituales entre los que tratan de vender i los que tratan de comprar títulos, especialmente acciones o anualidades. Todas las operaciones de compra-venta se hacen allí ademas por el intermedio de corredores especiales i segun reglas fijas.

Como los demas mercados, el de los empréstitos públicos tiene lo que se puede llamar compra-ventas de consumo i compra-ventas de especulacion. Los capitalistas que buscan una colocacion o los tenedores de títulos que buscan capitales a que quieren dar otra inversion, i que por casualidad se presentan algunas veces en este mercado, hacen operaciones de la primera especie. Aquellos cuya profesion consiste en vender i comprar títulos de fondos públicos, no en vista de la colocacion que estos títulos acusan, sino para sacar un beneficio de sus compras i ventas, hacen operaciones de especulacion. Los primeros compran i venden jeneralmente al contado; los segundos hacen preferentemente operaciones a plazo.

Compra-ventas al contado. — Un particular ha realizado en un ramo cualquiera de industria un capital disponible que desea colocar a interes, sin tener el trabajo de administrarlo : despues de examinar los diversos títulos que se venden en la Bolsa, ve que le conviene adquirir del 3 p. °/₀francés, por ejemplo : deposita sus capitales en casa de un ajente de cambio a quien da encargo de comprar para él i la operacion se hace al contado. En un mui breve espacio de tiempo el ajente de cambio entrega a su mandatario el título, percibe una comision de 1/8 p. °/₀ por su ajencia i se termina el negocio. — Del mismo modo, un particular propietario de un título, del 3 p. °/₀ francés, por ejemplo, quiere hacerse empresario de industria o adquirir una tierra o una casa, etc., i desea procurarse cierta suma

que al efecto le es necesaria : entrega su título de renta del 3 p. °/₀ a un ajente de cambio a quien da encargo de venderlo por su cuenta. Al cabo de un término mui corto recibe los fondos, paga una comision de 1/8 p. °/₀ al ajente de cambio i se retira.—Tales son las operaciones que hemos comparado a las del comercio de consumo.

Las compras i ventas tienen lugar entre ajente de cambio i ajente de cambio, públicamente i en subasta. Un ajente formula una oferta o una demanda, i los de sus cólegas que tienen mandato para esto le responden al instante. Los ajentes de cambio son directamente responsables los unos para con los otros de las obligaciones que resultan, sea de la compra, sea de la venta que han ajustado por cuenta de otro.

Compra-ventas a plazo. — Las compra-ventas a plazo que prefiere la especulacion son jeneralmente en mayor número que las compra-ventas al contado. Se ajustan, como las operaciones al contado i bajo las mismas condiciones, públicamente, al pregon, entre agentes de cambio, i toman dos formas principales.

La primera es la venta a plazo propiamente dicha. Un particular cree que un título, el 3 p. °/₀ francés, por ejemplo, se venderá mas caro de aquí al fin del mes i quiere especular al alza : se dirije a un ajente de cambio i le encarga comprarle 15,000 $ de renta para serle entregados a la próxima liquidacion. El ajente de cambio, responsable a sus cólegas del pago de las compras que hace, no puede hacer esta operacion sin poner a cubierto su responsabilidad. Pero para esto no es necesario que su comitente le deposite de antemano el precio de los 15,000 $ de renta : le basta recibir en depósito una suma tal que cubra la diferencia de ménos que pueda existir entre el precio de compra de los 15,000 $ de renta i su valor corriente en el momento de la entrega. En efecto, en el caso que el comitente no recibiese la entrega, el ajente de cambio podria

pagar al vendedor mediante una venta del título al contado, a cuyo precio agregaria la suma depositada, que en la práctica se llama *cubierta*. Esta suma es calculada de modo que cubra al ajente de cambio contra toda baja posible entre el dia de compra i el dia de la entrega. Su monto es fijado por los ajentes de cambio. La misma cubierta garantiza del mismo modo al ajente de cambio contra las consecuencias de la no entrega del título, cuando ejecuta una órden de vender.

Estos arreglos permiten a los que quieren especular sobre las oscilaciones de valor de los fondos públicos hacer compras i ventas de títulos por sumas mui superiores a las que poseen efectivamente. Supongamos que la cubierta se fije en 10 p. °/₀ : un depósito de 30,000 $ permitirá comprar o vender a plazo un título de 300,000 $ i esto muchas veces en el término de algunos dias. Así, se compra este título de 300,000 $ el 1° del mes : si sobreviene el 2 un alza que deje una diferencia de 1 por ciento, se revende el título i la cubierta en lugar de ser de 30,000 $ sube a 33,000 $. Se puede el 3 del mismo mes i aun el 2 vender el mismo título de 300,000 $ i, si sobreviene el 4 una baja de 1 p. °/₀, rescatarlo mediante una suma inferior en todo el importe de esta diferencia a la que se debe recibir, lo que dejará un nuevo beneficio de 3,000 $. Se comprende que estas operaciones puedan ser alternadas i multiplicadas sobre una sola cubierta un gran número de veces hasta el fin del mes, época fijada para la liquidacion, es decir, el efectivo pago i entrega de los títulos. Suponiendo que se haya hecho solo una operacion por dia, la cubierta de 30,000 $ ha bastado para efectuar 900,000 $ de operaciones i para dejar al ajente de cambio una suma de 1,080 $ de corretaje. — En la práctica las cubiertas son jeneralmente inferiores al 10 p. °/° i el corretaje se percibe, no sobre la cantidad de las operaciones reales, sino sobre la cantidad nominal del título :

por consiguiente, los riesgos de ganancia o de pérdida de los especuladores i la remuneracion de los intermediarios son todavía mucho mayores que en nuestra hipótesis.

Se comprende que un comercio de especulacion, que puede dar resultados tan considerables relativamente a los capitales empeñados, sin ningun cuidado de administracion o de conservacion de la mercadería, i que interesa tanto a los intermediarios, tiente a muchas personas. Es un juego de azar que permite esperar la pronta realizacion de una gran fortuna. En realidad los riesgos de pérdida son visiblemente iguales i, lo probaremos mui luego, superiores a las probabilidades de ganancia; pero esta es una de esas verdades desagradables i poco lisonjeras de que los hombres gustan desentenderse.

Es admitido en la Bolsa de Paris que el comprador a plazo puede, si le conviene, exigir la entrega ántes del dia de la liquidacion, con cargo de depositar el precio del título comprado: esto es lo que se llama en la práctica *descontar* un trato: la operacion misma se llama un *descuento*.

La segunda clase de compras a plazo permite al comprador limitar sus riesgos de pérdida dejando ilimitadas sus probabilidades de ganancia; tales son las compras con prima, en que el comprador se reserva durante cierto tiempo la facultad de renunciar a la compra i de anularla, a precio del abandono de una suma llamada prima i entregada anticipadamente a título de arras. Así en una compra con prima de 15,000 $ de renta del 3 p. % el comprador depositará una suma de 1 o 1/2 por 3 pesos de renta, sea 5,000 o 2,500 $, reservándose la facultad de anular el trato por el abandono de la prima, si el movimiento de los precios corrientes le es contrario.

Tales son las tres formas de compra-ventas mas usuales en los mercados en que se negocian los títulos de empréstitos públicos: se comprende que pueden dar lugar a

combinaciones mui varias en cuyo detalle es inútil entrar aquí.

Se sabe que en un mercado de especulacion todas las operaciones hechas por los que no poseen los capitales que se versan en ellas deben necesariamente, en un tiempo mas o ménos proximo, saldarse por una suma igual de operaciones en sentido contrario. Así, el que compra sobre una cubierta de 30,000 $, 300,000 $ de títulos, no queda libre i liquidado sino despues de haberlos revendido. Pero mui amenudo el que se dedica a estas operaciones se encuentra en mora el dia de la liquidacion convenida, i se han imajinado medios de procurar una espera a los que se hallen en esta situacion de morosos. Así, por ejemplo, sucede que un especulador quiera prolongar sus operaciones hasta despues del dia fijado para la liquidacion, sea hasta la liquidacion siguiente. Se han hecho arreglos para satisfacer este deseo. Cuando un comprador de títulos quiere esperar i correr los riesgos que le presentan las oscilaciones del jiro de la Bolsa hasta la liquidacion siguiente, se encuentra un capitalista que mediante un precio convenido recibe los títulos comprados i paga por el comprador, i luego se los revende, entregables a la liquidacion siguiente i a un precio tal que no deje otra diferencia que el precio convenido por el servicio prestado. Esta operacion, que es en el fondo un préstamo sobre prenda, se llama *report* o traslacion, porque en efecto el comprador ha trasladado su operacion del dia de la liquidacion a un tiempo ulterior.

La operacion inversa se llama dilacion o *déport*: tiene lugar cuando el vendedor desea no comprar un título, para entregar el que ha vendido, sino despues de la próxima liquidacion. Se le presta, mediante un precio convenido, un título con cargo de volverlo a la liquidacion siguiente. Compra este título i lo revende en seguida, entregable a la liquidacion siguiente: la diferencia entre el precio de

compra i el de venta no es otra cosa que la remuneracion del servicio hecho por el que ha prestado el título.

Un gran número de personas, de fortunas i de condiciones diferentes, van a especular en los mercados de títulos, pero no se presentan en ellos con condiciones iguales de buen éxito. Los que a la posesion de una fortuna considerable, en capitales i en títulos, juntan el conocimiento del mercado, tienen sobre los demas una ventaja enorme. Ellos solos pueden hacer compras o ventas al contado bastante importantes para hacer alzar o bajar los precios en un momento dado, de manera de asegurar el buen éxito de sus operaciones de especulacion : ellos solos pueden tambien hacer descuentos considerables, lo mismo que traslaciones o dilaciones. Resulta de aquí que a la larga las fortunas de los jugadores que poseen i que comprometen en las operaciones de este jénero ménos que muchos millones efectivos, pasan a las manos de los que tuvieren diez millones i mas. A medida que estas se multiplican, sus probabilidades de buen éxito disminuyen i están mas expuestas a perjudicarse las unas a las otras. A la larga los movimientos de los valores son siempre definitivamente regulados por la relacion entre la oferta i la demanda de los capitales que buscan una colocacion real i de los títulos que buscan capitales ; pero las alzas de liquidacion son mui frecuentemente artificiales i se regulan conforme al balance que existe entre las compras i las ventas de la especulacion.

Las facilidades abiertas por los usos de Bolsa a la especulacion i al juego atraen una multitud de capitales i de hombres que, sin este conjunto de circunstancias, buscarian otro empleo en otra parte. En este sentido la existencia de la especulacion i del juego es favorable a la colocacion de los títulos, particularmente a los de los empréstitos públicos. Se puede notar ademas que las compras con prima i los descuentos impelen al alza, pues que ofrecen

al comprador facilidades cuyo equivalente no encuentra el vendedor. Por esto es que los gobiernos que levantan empréstitos se consideran como interesados en el sosten i en la proteccion de estos mercados. No hablamos del tráfico, mui fácil a los altos funcionarios públicos, de noticias propias a causar alzas o bajas en el movimiento de los valores en la Bolsa.

Otros intereses, mui poderosos, mui intelijentes i mui activos, están comprometidos en la conservacion de las Bolsas tales como existen ; i son los de los capitalistas de primer órden, de los ajentes de cambio i corredores o intermediarios de toda clase que encuentran en estos mercados una profesion lucrativa.

La opinion pública sin embargo ha sido siempre contraria a las operaciones de Bolsa i las ha considerado como un juego inmoral. ¿Injustamente? — No lo pensamos. Los capitales comprometidos en las operaciones que por decencia se llaman especulaciones, pero que en realidad son negocios de juego, podrian hallar en la industria mil otros empleos mas útiles. Por lo que toca a los hombres, contraen en el jiro de los negocios de Bolsa hábitos deplorables : siempre colocados entre la esperanza de una gran fortuna i el temor de la miseria, pasan sucesiva e incesantemente por emociones contrarias i violentas que no dejan lugar para otra cosa, ni en su corazon, ni en su mente. — ¿Cómo podria su pensamiento abrazar mas tiempo que el que los separa del dia de liquidacion, dia solemne que puede hacerlos ricos o miserables? — ¿Cómo, cuando todas sus condiciones de existencia están en cuestion, se ocuparian de otra cosa que de lo que puede trastornar estas condiciones? — ¿Cómo han de resistir a la tentacion de derrochar ganancias adquiridas sin trabajo, i cómo no han de mirar con disgusto el trabajo mismo cuyos resultados son siempre lentos i necesariamente mediocres en comparacion de los del juego?

Es cierto que los juegos de Bolsa son una causa de desmoralizacion para el mayor número de los que se dan a ellos i de trastornos funestos en las fortunas. — Por esto es que se ha pedido siempre que sus abusos fuesen castigados o contenidos por reglamentos : por desgracia las tentativas hechas con este pretesto no han alcanzado ni con mucho el fin apetecido.

Puede esperarse que a la larga la opinion, la publicidad, la experiencia de las fortunas destruidas aparten tal vez a cierto número de personas de los juegos de Bolsa ; pero se puede tambien obtener este buen resultado de una manera directa i por via de autoridad. Si se trata de prevenir seriamente i de hacer cesar el abuso por esta via, se reconocerá sin dificultad que no hai sino un solo medio, i es prohibir absolutamente toda negociacion de títulos a plazo, castigar correccionalmente a las personas que la hubieren pactado, a los intermediarios que hayan tomado parte en el contrato, i dar publicidad a los precios corrientes de negociacion de títulos a plazo. Falta examinar hasta qué punto semejante medida, aconsejada por la moral, es conforme o contraria a los consejos de la economía política.

Son conocidos los inconvenientes del trato a entregar (*marché à livrer*) tanto en el comercio de mercaderías como en el de títulos : este trato no constituye las mas veces mas que una operacion de juego i seria superfluo insistir sobre la oposicion radical que existe entre los hábitos de juego i los hábitos de lejítima industria. Es menester pues averiguar en qué precisamente consiste la utilidad de estos tratos i ver hasta qué punto ella compensa sus inconvenientes.

El trato a entregar no sirve en ningun caso al comercio principal u ordinario, al comercio de distribucion. Este comercio compra a plazo mercaderías que recibe al instante, o algunas veces paga anticipadamente mercaderías que debe recibir mas tarde : en el uno como en el otro caso

hace un contrato de crédito lejítimo que trasmite a otro que al propietario la posesion i el goce de ciertos capitales. En el trato a entregar no hai nada de semejante : ninguna trasmision efectiva de capital, ninguna nueva facilidad dada a la administracion i a la distribucion de los productos : este trato no constituye i no puede constituir otra cosa que una operacion de especulacion.

Pero aun hai mas : esta operacion sale del comercio de especulacion lejítima, es decir, útil. — ¿En qué consiste en efecto la utilidad de este comercio ? — En hacer ménos violentas las oscilaciones de los precios corrientes, estableciendo especies de depósitos donde vienen a acumularse las mercaderías cuya produccion excede a las necesidades actuales, i de donde se esparcen en el mercado cuando la produccion se encuentra inferior a las necesidades actuales ; depósitos donde pueden ser colocados i conservados mui útilmente para la sociedad capitales disponibles. Pero para que el comercio de especulacion preste servicios es menester absolutamente que opere sobre capitales reales i por consiguiente que compre i venda al contado. Así un capitalista compra hoi un título de renta en la esperanza de que el valor de este título subirá mas tarde i podrá revenderlo con ventaja : este capitalista hace una especulacion lejítima, es decir, útil a la sociedad, lo mismo que cuando vende un título con la intencion de volverlo a comprar mas tarde a un precio inferior. Gana o pierde segun que sus previsiones son o no justas, exactamente como en el comercio de mercaderías.

¿El que celebra un trato a entregar presta servicios del mismo jénero ? — Cuando compra no abre a los títulos una nueva salida en que puedan esperar un alza resultante de las necesidades reales del mercado : cuando vende no aporta al mercado la mercadería que hace en él falta : todas sus operaciones se resuelven en una apuesta sobre las variaciones de los precios corrientes de los valores, desde

el dia en que hace aquellas hasta el dia en que las liquida. La existencia de este mercado de juego no sirve pues mas que para turbar de tiempo en tiempo el movimiento de los precios del verdadero mercado, del mercado al contado.

Dependiendo en definitiva toda operacion de especulacion del movimiento real de la produccion i del consumo, los precios del mercado a plazo dependen igualmente en definitiva de los precios del mercado al contado. Se ha establecido pues una clase de especuladores cuyas operaciones se extienden sobre los dos mercados, de modo de dominar el mercado a plazo por su poder sobre el mercado al contado. Estos capitalistas ejercen, por una parte, un comercio de especulacion lejítima: i por otra, un juego, i, para obtener de este ganancias considerables i seguras, comprometen en las operaciones regulares capitales bastante importantes para poder en un momento dado, no solo aprovecharse de un alza o de una baja naturales, sino causar un alza o una baja facticias. Así, en el mercado en que se juega operan en tiempo ordinario con la certidumbre de ganar, porque modifican a voluntad el movimiento de los valores : en el mercado al contado turban el jiro, haciendo ya compras, ya ventas que no son motivadas por ninguna consideracion derivada de las necesidades actuales o probables del consumo, es decir, de las colocaciones serias i regulares. Esta clase de operaciones trae sin duda títulos al mercado, i mantiene en él capitales que, si las operaciones no hubiesen existido, no se habrian probablemente ni presentado, ni mantenido. En este sentido el juego favorece la colocacion de los títulos a expensas de las demas colocaciones; pero sus operaciones no son solo inútiles, son perjudiciales a la expedicion de los negocios lejítimos i regulares. Los consejos de la economía política tienden pues a su supresion tanto como los de la moral.

Sin duda que el dia en que los tratos a entregar fuesen

seriamente prohibidos deberia esperarse una baja en el valor de los títulos, porque una suma considerable de capitales i un gran número de individuos deberian buscar otro empleo que el que encuentran en esta clase de negociacion : habria una crísis semejante a las que acompañan a toda translacion de hombres i de capitales; pero la sociedad no se empobreceria en manera alguna. Se han visto muchas veces crísis de este jénero, cuando la tasa del interes i por consecuencia el precio corriente de los títulos eran o podian ser bruscamente afectados por acontecimientos políticos : entónces en efecto los grandes capitalistas, que tienen en cierto modo el juego de los tratos a entregar, cesan de operar, porque no pueden ya modificar el jiro a su placer, i la baja que ocasiona su retraimiento es tanto mas sensible cuanto que viene en agravacion de una baja real. Si los tratos a entregar fuesen prohibidos en un momento de crédito i de abundancia de capitales, la baja que seguiria a esta medida seria infinitamente ménos sensible que muchas de las de que hemos sido testigos.

No debe disimularse que la prohibicion que podria dictarse contra los tratos a entregar haria mas difícil la negociacion de ciertos títulos de empréstitos i sobre todo la negociacion de las acciones de las grandes compañías. Examinemos hasta qué punto podria ser deplorable este resultado, i ante todo expongamos el estado actual de las cosas a este respecto.