

71

Revista

de

Ciencias Económicas

PUBLICACION DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
CENTRO DE ESTUDIANTES Y COLEGIO
DE GRADUADOS

La Dirección no se responsabiliza de las afirmaciones, los juicios y las doctrinas que aparezcan en esta Revista, en trabajos suscritos por sus redactores o colaboradores.

DIRECTORES

Dr. Alfredo L. Palacios
Por la Facultad

Ernesto Malaccorto
Por el Centro de Estudiantes

Edmundo G. Gagneux
Por el Centro de Estudiantes

REDACTORES

Dr. Enrique Jullo Ferrarazzo
Jacobo Wainer
Por la Facultad

Máximo J. Alemann
Por el Centro de Estudiantes

José Rodríguez Tarditi
Por el Centro de Estudiantes

Año XVI

Junio 1927

Serie II N° 71

DIRECCION Y ADMINISTRACION
CALLE CHARCAS, 1835
BUENOS AIRES

La política de la reserva federal en el curso de los últimos años

Con la publicación de este artículo de Gustavo Akerman, traducido del número de Noviembre de 1926 de la "Revue Economique Internationale", en el cual el autor estudia la política del Consejo de Reserva Federal de los Estados Unidos, se ha deseado difundir, en uno de los aspectos, la verdadera forma de encarar los problemas monetarios y bancarios: el estudio de los hechos. Casi sin excepción, nuestros eruditos en estas cuestiones se han preocupado exclusivamente del comentario de los preceptos legales, hasta en sus detalles más insignificantes, como si ellos fuesen la fuente de la que emanara la verdad... (N. de la D.)

Los principios. — La gran depresión. — El ciclo económico del invierno de 1922 al verano de 1924. — Últimos acontecimientos.

I. — Los Principios

Difícil tarea ha sido la de determinar la orientación de la política de los bancos de la Reserva Federal en los últimos años.

Las concepciones americanas en la materia, difieren bastante notoriamente de las concepciones inglesas y aún más de las en boga en la Europa continental. Si bien numerosas, las publicaciones de la Reserva Federal sobre este asunto han sido vagas y fragmentarias, y no han podido interpretarse, sin riesgo de caer en error, algunas de las medidas que ella ha adoptado.

Afortunadamente, el penúltimo informe anual del Consejo de Reserva Federal, ha tratado el asunto en la forma más explícita posible. Este documento, confrontado con los acontecimientos que han tenido lugar en estos últimos años, permite determinar fácilmente la política seguida por el Consejo.

Antes de la guerra era costumbre entre los americanos regular su política en materia de crédito, tomando como base la relación existente entre la reserva metálica de los bancos y los depósitos a la vista, principalmente. Cuando esta relación tendía a descender al nivel del mínimo prescripto, la tasa del descuento debía elevarse y vice-versa.

Este asunto ha sido tratado más ampliamente por Mr. Hawtrey en su excelente artículo "The Federal Reserve System of the U. S.", publicado en *The Statist* (1922, pág. 225). Cuando la importancia del encaje se convierte en el factor determinante de la política bancaria, esta última se regula automática y pasivamente por el oro. En este caso el patrón oro es el que determina la situación, no solamente de una manera formal, sino real. En varias oportunidades, sin embargo, el Consejo de Reserva Federal había manifestado su intención de no adherirse a esta política pasiva (*F. R. Bulletin*, 1920, págs. 663-4; 1921, págs. 133, etc.).

La *quiebra* del oro como patrón internacional y el aflujo anormal de este metal a los Estados Unidos, han sido considerados con frecuencia como las razones que han inspirado la conducta del Consejo (Informe Anual, págs. 30 y sigs.). Si bien basado teóricamente en el patrón oro, el sistema monetario de los Estados Unidos se ha convertido en un sistema de moneda dirigida.

Habiendo renunciado el Consejo de Reserva Federal a tomar la relación entre la existencia y la circulación, como base de su política bancaria, debía establecer cuáles serían, desde entonces, los principios que se adoptarían. Según las ideas europeas, en ausencia de un patrón metálico la política bancaria debería tener como finalidad la estabilidad de los precios. Distintas son las teorías americanas. En el informe anual de la Reserva Federal del año 1923 se estudia y resuelve, negativamente, el asunto de la estabilidad de los precios como fin principal de la política bancaria (págs. 31-2). Es interesante conocer los motivos de esta resolución, aun cuando, a mi juicio, no son del todo convincentes. Omitimos discutirlos aquí por su excesiva extensión.

Es curioso hacer notar que el público americano es muy hostil a la política del crédito como medio de estabilizar los precios. Toda política del crédito que no reposa sobre hechos concernientes a la importancia de la existencia con relación a la circulación, al volumen del crédito, se acoge en los Estados Unidos con una profunda desconfianza, juzgándola arbitraria e implicando una discriminación. Así, M. A. C. Muller, miembro del Consejo de Reserva Federal, en la reunión anual de la American Economic Association, en 1920, declaró que el público americano consideraba "toda política de descuento basada en los índices de precios, como un síntoma de despotismo en materia de crédito y de estabilidad de precios (*American Economic Review* 1921, pág. 19).

Esta manera de pensar del público americano es, evidentemente, la que determinó la actitud negativa adoptada por el Consejo de Reserva Federal, frente a la estabilización de precios.

En realidad, el principal regulador de la política de la Reserva Federal ha sido, desde hace tiempo, la relación existente entre la producción y los créditos bancarios. Desde un principio se ha declarado oficialmente que las ampliaciones de crédito sólo se acordarían si se basaban en un aumento mensurable de la producción de mercaderías.

Estos principios se han desarrollado en la forma siguiente: los créditos bancarios sólo deben acordarse para facilitar el paso armonioso de las mercaderías a través de las diferentes etapas de la producción.

En otros términos, estos créditos deberían siempre ser productivos. Los que estuvieran destinados a la formación de "stocks" de mercaderías fuera del mercado son improductivos, y como tales, no deseables. Pueden ser únicamente de especulación y para facilitar la acumulación de mercaderías a la espera de un alza en los precios. O bien pueden ser "frozen", inmovilizados; es decir, servir para conservar mercaderías a objeto de evitar las pérdidas que resultarían de una liquidación en el curso de un período de baja en los precios. Los bancos de la Reserva Federal, basándose en estos principios, deberían hallarse en condiciones de determinar cuál sería el carácter de los diferentes créditos acordados por los bancos; lo que equivale a decir, que los índices cualitativos debieran desempeñar un papel decisivo en materia de política de créditos.

A primera vista, estas teorías parecen muy juiciosas, pero, sometidas a la prueba de la práctica, resultan pronto demasiado vagas y confusas para determinar por sí solas, la política de crédito. Dan asimismo origen a opiniones erróneas, como lo demostraremos.

En la práctica ha sido necesario completarlas y aún mismo reemplazarlas por índices exclusivamente cuantitativos. Basándose el principio fundamental, en la relación existente entre la producción y el crédito, los "tests" cuantitativos aplicados, deberían reposar, necesariamente, sobre el monto del crédito y el volumen de la producción, considerados separadamente. En un comienzo, no se pudo hallar el medio de determinar en forma satisfactoria, el volumen de la producción. Debíó utilizarse por consiguiente, en ese entonces, como índice, el volumen de los créditos bancarios.

Los términos "desinflación" e "inflación" corresponden a estas concepciones y se emplean siempre en América como equivalente a "desinflación del crédito" e "inflación del crédito", mientras que en Europa predomina la idea de la inflación o de la desinflación de los precios.

Antes de 1921, se concedía, entre los créditos de banco, gran importancia a los de los bancos de la Reserva. Ya no sucede así actualmente, debido a las importaciones de oro a los Estados Unidos en el curso de estos últimos años. La abundancia de oro ha permitido a los bancos afiliados (member banks) otorgar a sus clientes créditos importantes

sin tener que recurrir para el redescuento a los bancos de reserva. El monto de los créditos acordados por estos últimos ha reflejado, pues, cada vez menos, la importancia de los créditos acordados a la industria y al comercio.

Por consiguiente, el Consejo de Reserva Federal, atribuye actualmente mayor importancia a las modificaciones operadas en los créditos de los bancos afiliados que a las de los créditos de los bancos de reserva.

El Consejo ha utilizado los informes semanales de 750 bancos afiliados, como índice normal y de fácil consulta del movimiento de los créditos para el conjunto de los bancos del país. Antes de 1921, las cifras de estos informes contenían igualmente otras indicaciones que las hacían de más difícil interpretación.

En las violentas oscilaciones de 1920 y 1921, el monto de los créditos demostró ser un índice insuficiente para guiar la política bancaria.

Los movimientos del crédito están siempre en retardo con respecto a los demás factores económicos y las medidas que se adoptaban, basándose en tales movimientos, llegaban, en consecuencia, siempre tarde. Es así que la gran baja de los precios, en 1920, comenzó en mayo, mientras los créditos de los bancos afiliados no empezaron a declinar hasta el otoño. Estos descensos de los precios fueron nuevamente seguidos de pequeñas alzas en 1921-22, pero fué sólo a mediados de 1922, cuando el monto de los créditos bancarios volvió a tomar su movimiento ascendente. A raíz de estos retardos, el Consejo de Reserva Federal debió acordar una mayor importancia al otro factor de la relación entre los créditos y la producción: la producción en sí.

Según el penúltimo informe anual del Consejo de Reserva Federal (pág. 356), para poder apreciar satisfactoriamente la situación y los movimientos de la producción y del comercio, es necesario disponer de un gran número de informaciones económicas. Durante los dos últimos años, el Consejo de Reserva Federal ha realizado encuestas prolijas con el objeto de obtener índices cuantitativos de la producción y el comercio en sus diferentes aspectos. En primer término, se estableció un índice especial en 1922, tomando la producción física de ciertas industrias básicas (*Bull.*; 1922; pág. 114).

Las industrias que producen un capital fijo entran en la formación de este índice en una proporción importante: 43 o/o. Es probablemente por ello, que las fluctuaciones son un poco más fuertes que para el conjunto de la producción. Además, las cifras para estas industrias básicas pueden obtenerse más rápidamente que las del conjunto de la producción. Estos dos hechos hacen resaltar el valor del índice como medida de los ciclos de actividad económica. El índice se corrige teniendo en cuenta las fluctuaciones estacionales y la producción media de 1919 se ha tomado como base 100.

Es en momentos en que una depresión muy acentuada se transforma en un período de prosperidad, que este índice de producción es particularmente útil, por cuanto entonces, en general, el valor físico de la producción comienza a crecer mucho antes que los demás factores económicos.

Hacia mediados de 1921-22, una variación de esta índole tuvo lugar, es decir, comenzaba un nuevo período de prosperidad que substituía al de depresión reinante, pero el índice ya había comenzado a elevarse a mediados de 1921.

Salvo en el período de transición entre una época de depresión y otra de prosperidad, las alteraciones de la producción física corresponden, generalmente *grosso modo* con las de la mayoría de los demás factores económicos importantes.

A veces, el índice de la producción está viciado por efectos de los conflictos del trabajo, caso que se produjo a principios de 1920 y mediados de 1922.

El Consejo de Reserva Federal acuerda, igualmente, su atención a algunos datos concernientes a la producción futura, como por ejemplo, la importancia de los contratos de construcción y las órdenes a término del Trust del Acero.

A fines de 1923, el Consejo de Reserva Federal estableció igualmente un índice de la mano de obra empleada en un gran número de industrias.

La ocupación de la mano de obra presenta una doble importancia: refleja el volumen de la producción industrial, vista en otra forma que su aspecto exclusivamente físico; por otra parte, indica las modificaciones del poder adquisitivo de los obreros, que forman, quizás, el grupo más importante de los consumidores.

Para constatar las variaciones en el consumo corriente de mercaderías, se han construido índices del volumen de renglones importantes del comercio al por menor.

Se toma en cuenta, asimismo, la forma en que las mercaderías se distribuyen, por los transportes y por los comerciantes. Se examinan al efecto las estadísticas mensuales del número de vagones cargados y se ha confeccionado un importante índice del comercio al por mayor, incluyendo las principales mercaderías. El Consejo de Reserva Federal presta gran atención a los "stocks" de materias primas y de mercaderías en las diversas etapas de la industria y del comercio, pero en el informe anual de 1923 (pág. 31) reconócese que estas indicaciones son aún insuficientes. Según el Consejo de Reserva Federal, es muy importante que existan en las diferentes etapas de la producción y de la venta en los mercados de consumo, "stocks" que no excedan de lo normal.

A raíz de una acumulación anormal de "stocks" provocada con intenciones de especulación o de otra índole, las mercaderías se mantienen fuera de los mercados y el Consejo considera que esta circunstancia es de índole tal, que puede modificar el nivel de precios.

Estas modificaciones indican con frecuencia directamente una desproporción entre la producción y el consumo y determinan la importancia de los "stocks". Bajo este aspecto, conjuntamente con las otras informaciones económicas, sirven de guía a la política bancaria.

El Consejo de la Reserva Federal insiste sobre el hecho de que ninguna de las series estadísticas ya mencionadas, consideradas aisladamente, ni aún en simples combinaciones, pueden tomarse como reguladores de la política de los precios. Sólo una crítica prudente del conjunto de las informaciones económicas puede asumir esta función. Las estadísticas de la producción física, ejercen, sin embargo, una influencia dominante en la política de los precios.

Las series estadísticas relativas a la distribución y al consumo presentan, por lo general, movimientos irregulares que no tienen relación alguna con los movimientos típicos de las condiciones económicas. El índice del volumen físico del comercio puede considerarse, en consecuencia, como la guía más importante de la política del crédito, al cual se agrega el índice de la mano de obra y las demás informaciones concernientes a la producción. Síguenle luego, por orden de importancia, el volumen y quizás el carácter de los créditos bancarios. Las variaciones en los precios tienen probablemente, una importancia mayor en la política bancaria de la que harían suponer las declaraciones del Consejo de Reserva Federal.

II.—La gran depresión

Voy a exponer ahora, a grandes rasgos, cómo se han aplicado y desarrollado las reglas enunciadas más arriba, desde la gran modificación operada en las condiciones económicas a mediados del año 1920. Para aclarar el desarrollo de los acontecimientos he agregado a este estudio un cuadro que indica la situación global de los 12 bancos de reserva en períodos particularmente importantes. Las cifras se han tomado del informe semanal más próximo a la mitad del mes considerado. Los máximos y los mínimos más importantes se indican en *bastardilla*.

Desde comienzos de 1919 hasta mayo de 1920, los precios se han elevado bruscamente. Se nota con claridad que se están acumulando importantes "stocks" en previsión de una nueva alza en los precios (*Bull.* 1919, págs. 1108-09; *Willis The federal Reserve System*, pág. 1383).

Estas circunstancias aparejaron el aumento de los créditos bancarios. El aumento de los precios originó el de la circulación de billetes de la Reserva Federal, así como el de los depósitos de los bancos afiliados y por derivación, de los bancos de reserva. Por consiguiente, la relación entre el encaje metálico, por una parte, y de los depósitos y billetes por otra, en los bancos de reserva en conjunto, disminuyó gradualmente, y en mayo de 1920, alcanzó 42,5 o/o. Esta cifra se aproximaba en forma peligrosa a la relación mínima, o sea 35 o/o para los depósitos y 40 o/o para los billetes de la Reserva Federal.

Desde fines de 1909, el Consejo Federal de Reserva ha desplegado los mayores esfuerzos para reaccionar contra este estado de cosas. Declaró que debía detenerse el curso de la inflación y ceder el paso a una prudente desinflación (Informe anual 1919, págs. 11-3). Lo que significaba, ante todo, en terminología americana, que deberían denunciarse los créditos de especulación y disminuirse en igual cantidad el monto total de los créditos de los bancos afiliados. Con este objeto, la tasa del descuento de los documentos comerciales, en el curso del año 1919-20 fué elevada de 4 3¼ o/o, a 6 o/o. A principios del mes de mayo, se hizo comprender al público que tendrían lugar nuevas elevaciones en la tasa del descuento, y el 1o. de junio se elevó a 7 o/o para los bancos de Nueva York y otras plazas. (El artículo de Hawtrey, ya citado, contiene datos precisos y muy interesantes a este respecto).

Como consecuencia de las medidas tomadas por el Sistema de Reserva Federal, el "boom" (1) fué, por fin, detenido. En el transcurso del mes de mayo, la mayoría de los precios comenzaron a disminuir y bien pronto la baja se hizo violenta. Comenzaba esa crisis de la desinflación de 1920, cuyo recuerdo aún perdura.

Circunstancias exclusivamente psicológicas, tuvieron una influencia innegable en la violencia de la crisis. Habíase efectuado una intensa propaganda a favor de una reducción de los precios y entidades constituidas y personajes oficiales se habían pronunciado en este sentido. (67º Congreso, *House Report*, Vol. 3, 2a. parte).

Por consiguiente, cuando ocurrió el descenso de los precios, el público creyó, realmente, que éstos terminarían quizás por alcanzar el nivel de ante-guerra. Los compradores se abstuvieron en previsión de una baja aún más pronunciada, con lo que se contribuyó a acentuarla.

El Consejo de Reserva Federal no había deseado tal disminución ni la había previsto, según resulta de sus propias declaraciones (*Bull.*, 1921, págs. 318 y sigs.) Al principio, no logró tampoco el objeto deseado, a saber, una contracción del crédito.

El monto de los créditos de los bancos afiliados, continuó aumentando y no alcanzó su máximo sino en octubre. Los préstamos y colocaciones de fondos de los bancos afiliados de las ciudades principales, exceptuando las obligaciones de los Estados Unidos, se elevaron a las siguientes sumas:

Mil millones de dólares

Enero	14,78
Mayo	15,32
Octubre	15,85
Diciembre	15,34

(1) Con este término se designa en inglés un período de prosperidad.

Menos aún pudo lograrse la mejora cualitativa que se esperaba en los créditos de los bancos afiliados, y este fracaso fué una consecuencia directa del gran descenso en los precios.

Es verdad que la acumulación de "stocks" con fines de especulación fué detenida en forma drástica y los acaparadores comenzaron a liquidar. Pero debido al descenso de los precios, que hicieron más agudas estas liquidaciones, las ofertas no hallaron contrapartidas y, en realidad, sólo pudieron efectuarse pocas transacciones. La mayoría de los créditos de especulación se convirtieron así en créditos inmovilizados, tan improductivos como antes. Estas condiciones se presentaron, particularmente, en la agricultura y, en especial, en el cultivo del algodón.

A pesar del descenso en los precios, el volumen de la circulación de los billetes de la Reserva Federal aumentó constantemente, pasando de 3010 millones de dólares en mayo a 3350 millones en diciembre.

El aumento en el monto de los créditos bancarios y en el volumen de la circulación, no obstante la reducción observada en los precios, es un rasgo característico de la mayoría de las crisis económicas. El aumento en la circulación de billetes de banco no trajo como consecuencia la reducción de la relación entre esta última y la existencia, la que mejoró, por el contrario, ligeramente, pasando de 42,5 o/o en mayo a 45 o/o en diciembre.

Esto último fué principalmente el resultado del aumento de las reservas metálicas originado por las grandes importaciones de oro que comenzaron, ese año, en el mes de septiembre.

Desde el punto de vista de las teorías del Consejo de Reserva Federal, no era posible, sin embargo, regular la política del crédito, dedicando importancia a la mejora en el porcentaje del encaje debido a la importación de oro y, no se podía, por consiguiente, disminuir la tasa del descuento por esta sola razón.

A principios de 1921, los precios siguieron descendiendo.

Esta caída persistente aparejó, al fin, una reducción en la circulación de billetes de la Reserva Federal. De diciembre de 1920 a mayo de 1921, cayó de 3350 a 2770 millones de dólares, lo que aumentó en fuertes proporciones la relación entre esta circulación y la existencia. Independientemente de esta causa, esta última relación creció aún más, debido a las importaciones de oro que aumentaban constantemente.

La reducción de los créditos de los bancos oficiales que comenzó a observarse durante los dos últimos meses de 1920, continuó en forma sensible en la primera mitad de 1921.

El Consejo de Reserva Federal opinaba que la calidad de los créditos morosos no había mejorado, sin embargo, suficientemente.

No era posible obtener el cobro de importantes créditos, aplicados principalmente a la agricultura y al algodón (*Bull.* 1921, págs. 133-377). Fué sin duda alguna, debido a esta circunstancia que en los primeros cuatro meses de 1921 no pudo establecerse ninguna disminución sensible en la tasa de interés.

Puede observarse que el hecho de basar la política del crédito sobre la importancia de los créditos bancarios en sí, aparejaba sensibles errores.

En realidad, la prolongada elevación de las tasas de descuento con lo cual el Consejo de Reserva Federal esperaba obtener la liquidación de los créditos inmovilizados, constituía, precisamente, el mayor obstáculo. Mediante las tasas elevadas se detenía el descenso de los precios, lo que, a su vez, hacía imposible la liquidación de "stocks" sin pérdidas considerables. (*Bull.* 1921, pág. 1152). El medio preferible para mejorar a la vez el volumen y la calidad de los créditos bancarios hubiera consistido, probablemente, en reducir, rápidamente la tasa del descuento, por ejemplo a fines de 1920. El descenso de los precios se hubiera así detenido o, por lo menos, resultado no tan violento, y los "stocks", así como los créditos, se hubieran podido liquidar con relativa rapidez. La política de restricción del Consejo de Reserva Federal, por demasiado lenta, fué así al encuentro de sus propios fines, pero por otro lado, tuvo efectos inesperados, a saber: el descenso continuo de los precios. Esta última faz del gran descenso de precios en América, llena de consecuencias, fué, pues, causada aparentemente, ante todo, por un error en materia de política de crédito. En realidad, la política desinflacionista del Consejo de Reserva Federal había provocado un descontento general en América, principalmente en los distritos agrícolas. Desde principios de 1921, juicios autorizados, emanados de diferentes centros representativos, hicieron notar al Consejo de Reserva Federal, la conveniencia que había en disminuir la tasa del descuento y esta medida fué, también, pregonada por el Controlador de la Circulación, miembro del Consejo (House Report, pág. 85).

Pero estas acciones no tuvieron efectos. El descontento general fué utilizado en el curso de la campaña presidencial del otoño de 1920; los republicanos, especialmente, prometieron adoptar medidas para suavizar la política desinflacionista. Elegido presidente el candidato republicano, Mr. Harding, pudo preverse que una vez asumido el mando en marzo de 1921, éste trataría de influir, en diversas formas, sobre la acción del Consejo de Reserva Federal.

La política bancaria comenzó, por fin a suavizarse en mayo de 1921. En el curso del mes, la tasa del descuento en Nueva York y en diversos otros bancos de reserva bajó de 7 a 6 1/2 o/o, sufriendo gradualmente ulteriores reducciones. Es difícil saber si esta política fué completamente voluntaria y el resultado de análisis objetivos, o si fué en un grado dado, el fruto de las circunstancias políticas ya citadas. Dado

que desde hacía seis meses habían disminuído continuamente los créditos y la circulación de billetes, parece que aún a juicio del Consejo de Reserva Federal existían razones suficientes para comenzar una política de "apaisement".

Como ya se ha dicho, las primeras reducciones de las tasas del descuento traerían aparejadas bien pronto, otras más. La tasa del descuento de los bancos de reserva de Nueva York había caído ya en julio a 5 y 1|2 o|o y a 4 y 1|2 o|o en noviembre. La elevación de los precios cesó completamente a mediados de 1921.

Esta detención debe atribuirse principalmente a las reducciones de la tasa ya puestas en vigor, así como a las que era lógico prever como consecuencia de la nueva política.

Durante la segunda mitad de 1921, el nivel de precios permaneció sin alteraciones. Los créditos bancarios, por el contrario, siguieron disminuyendo durante este período, a raíz de la liquidación de los créditos en los distritos que pudieron efectuarse gracias a la estabilidad de los precios. (*Bull.* 1921, pág. 1151).

La calidad de los créditos bancarios no podía, pues, mejorarse en la forma deseada. La circulación de los billetes de la Reserva Federal siguió disminuyendo en el período que se considera. El volumen físico de la producción, por el contrario, después de haber decrecido sensiblemente desde mediados de 1921, volvió a aumentar durante el último semestre de 1921.

En el curso del año 1921, continuaron las enormes importaciones de oro. Desde septiembre de 1920, inclusive, hasta fines de 1921, las importaciones de oro de procedencia, principalmente del Imperio Británico, de Francia, de Rusia y de Suecia, fueron superiores a las exportaciones de este metal en 850 millones de dólares. En gran parte debido a estas importaciones, las existencias de metálico de todos los bancos de reserva aumentaron, durante el mismo período, en la enorme suma de 910 millones de dólares.

Debido, en parte, al aumento de la existencia y en otra, a la disminución en la circulación de papel, la proporción del encaje de los bancos de reserva mejoró considerablemente y alcanzó a la elevada cifra de 76 o|o en enero de 1922. Como se ha dicho más arriba, el Consejo de Reserva Federal no se dejó, sin embargo, influir en su política de crédito, por las mejoras debidas únicamente a las importaciones de oro y al aumento del encaje. A principios de 1922, el Consejo declaró que estas importaciones de oro volverían eventualmente muy pronto hacia los países que persiguen la estabilización y que, en consecuencia, no debían afectar la política bancaria americana. (*Bull.* 1922, págs. 3, 4 y 128).

III.—El ciclo económico del invierno de 1922 al verano de 1924

Hacia mediados del año 1921-22, la depresión económica tocaba a su término y comenzaba, en cambio, un período de prosperidad que duró hasta la primavera de 1923.

En este intervalo de tiempo, el número índice de los precios se elevó lentamente, pasando de 138 en enero de 1922 a 159 en marzo de 1923. El volumen físico de la producción durante este período, continuó creciendo en forma notable a pesar de la gran huelga en la industria del carbón y de la consiguiente reducción en la producción del hierro.

Aun cuando se observaba un aumento de los precios y la producción, los créditos de los bancos afiliados de las principales ciudades disminuyeron, si bien en pequeñas cantidades, en el curso del primer semestre de 1922, debido a la liquidación de los créditos inmobiliarios. (*Bull.* 1922, página 499). En relación con esta disminución, el precio del dinero en los bancos afiliados de Nueva York, disminuyó sensiblemente durante el segundo trimestre, a pesar de que la tasa del banco de reserva de Nueva York se mantenía en 4 y 1/2 o/o. El trazado de las curvas de la tasa media en Nueva York, implantada por el banco de reserva, por una parte, y de la tasa del descuento en Nueva York para documentos comerciales de primer orden, por otra, lo comprueba perfectamente. Durante este período, la tasa en vigor en los bancos afiliados permaneció, en cierta forma, ajena a la tasa oficial. Esta situación se debía, en parte, a las fuertes importaciones de oro, que habían ocasionado una reducción en los redescuentos de los bancos afiliados independizándolos, en cierto modo, de los bancos de reserva.

En junio de 1922, el Banco de Reserva de Nueva York rebajó su tasa de descuento a 4 o/o.

Esta decisión se inspiró, sin duda alguna, en la reducción de la tasa de los bancos afiliados, pero también de acuerdo con los principios oficiales, en el mejoramiento de los créditos de los mismos bancos. El Consejo de Reserva Federal, una vez más, subordinó su política al estado de los créditos de los bancos, a pesar del hecho que los precios, la producción y las demás condiciones económicas mejoraban sensiblemente.

Durante el último semestre de 1922, el Consejo de Reserva Federal se dió cuenta, no obstante, de la falta de armonía existente entre los créditos bancarios y la producción y de los inconvenientes en tomar, como base de su política, los créditos acordados por los bancos. (*Bull.* págs. 766 y 1271). Por otra parte, las estimaciones rápidas y seguras del movimiento de la producción no eran posibles sin índices ciertos y representativos de elementos dados. El servicio económico de la Universidad de Harvard había, desde hacía ya tiempo, efectuado cálculos con los datos compilados y el Consejo de Reserva Federal siguió este procedimiento.

En Diciembre de 1922, estableció y publicó el índice del volumen físico de la producción que hemos estudiado más arriba: debía constituir, más adelante, la principal guía del Consejo, en su política del crédito.

Como se dijo, un gran descontento se apoderó del público americano, principalmente en las regiones agrícolas,

contra la política desinflacionista del Consejo de Reserva Federal, a fines de 1920. Este desagrado se manifestó contra el mismo Consejo. (*Willis*, pág. 1479).

Durante las elecciones presidenciales (otoño de 1920), los republicanos habían sacado buen partido de estos sentimientos y los habían ahondado y, una vez asumido el mando su jefe, el presidente Harding, en la primavera de 1921, mantuvieron la esperanza de aumentar su influencia en el seno del Consejo.

La reducción en la tasa del descuento, en mayo de 1921, como ya se hizo notar, se debió, probablemente, a influencias políticas.

Numerosos políticos republicanos se mostraron hostiles, por diversas razones, al Gobernador del Consejo, Mr. W. P. C. Harding. Terminando su mandato en agosto de 1922, no fué reelegido por el Presidente de los Estados Unidos, transcurriendo seis meses antes de que se nombrara un nuevo gobernador. Desde su llegada al poder, el Presidente Harding había nombrado a uno de sus amigos personales, Mr. Criszinger, controlador de la circulación y miembro, por derecho, del Consejo de Reserva Federal, y deseaba conferirle el cargo de Gobernador. Pero, por diversas razones, no podía hallarse inmediatamente otro controlador que llenase las condiciones requeridas y fué recién en marzo de 1922 que Mr. Criszinger comenzó a ejercer sus funciones de Gobernador. (*Willis*, págs. 1478-90).

Es difícil saber si los cambios de funcionarios, consecuencia de influencias políticas, modificaron la política bancaria del Consejo de Reserva Federal. Quizás no sea el resultado de un simple accidente, que la preponderancia adquirida por el volumen de la producción sobre el de los créditos bancarios, como base de la política del crédito, haya coincido con el retiro del Gobernador Harding.

Era muy interesante la situación económica a principios de 1923. Los precios aumentaban constantemente desde hacía un año; la producción crecía sin cesar desde diez y ocho meses. Por el contrario, los créditos bancarios sólo se habían expandido en los últimos tiempos y, según el Consejo, no se habían creado "stocks", ni créditos, de carácter de especulación. (*Bull.* 1923, 2819).

Si el Consejo, en esa fecha, hubiera permanecido fiel a su política, basada, principalmente, en la situación de los créditos bancarios, no se hubiera aún tomado medida alguna en materia de descuento y el aumento de los negocios se habría verificado cada vez en mayores proporciones.

Basándose en la experiencia anterior en materia de política bancaria nacional, el público americano suponía, en general, que la situación continuaría mejorando durante cierto tiempo. Esta opinión fué expresada en un sinnúmero de diarios y periódicos, especialmente en la *Review of Economics Statistics* y la *Weekly Letters of the Harvard Economic Service*.

Pero intervino entonces, en forma inesperada, el Consejo de Reserva Federal, dando forma tangible a las modificaciones operadas en sus principios. A consecuencia del aumento en la producción, el Consejo consideró que no debía desarrollarse más, por la sola acción de la extensión del crédito. Dada la situación reinante, tales adelantos resultarían perjudiciales y debían suprimirse. (*Bull.* página 283). Por consiguiente, el Consejo autorizó, a fines de febrero, a los bancos de Reserva de Nueva York y de Boston, a elevar la tasa del descuento de 4 a 4 1/2 o/o. Los bancos afiliados, siguieron el movimiento, aumentando su tasa con moderación. Así, la tasa media para los documentos comerciales de primer orden, a dos o tres meses, fué, en enero, de 4.40 o/o y pasó, en febrero, a 4.62 o/o y, en marzo, a 5.03 o/o, según el *Harvard Economic Service*. El Consejo consideró, entonces, con fundamento, nuevas elevaciones de la tasa del descuento y circularon serios rumores a este respecto, entre el público. (*Review of Economic Statistics*, 1923, pág. 264). Este último quedó vivamente impresionado por la elevación moderada en la tasa del descuento y por los rumores que, a este respecto, circulaban. El recuerdo de las elevadísimas tasas que habían regido en 1920 y el descenso violento de las mismas, que fué su consecuencia, permanecía aún en la memoria de todos.

A raíz de estas circunstancias psicológicas, se quebró la tendencia ascendente de la curva de los negocios, siendo reemplazada por una curva ligeramente descendente.

El nivel de precios llegó a su máximo en marzo; la producción continuó aumentando en mayo; las dos curvas indicaron, a partir de entonces, una sensible disminución.

Otras medidas fuera de la alteración de la tasa del descuento, contribuyeron a modificar las tendencias económicas a saber: la utilización del activo productivo de los bancos de Reserva. Este último está constituido, en parte, por documentos comerciales y, en parte, por aceptaciones u obligaciones de los Estados Unidos, directamente adquiridas en el mercado. Cuando los bancos de reserva, considerados en conjunto, compran, directamente, esos títulos, proporcionan fondos al mercado y pueden reducir, en una proporción equivalente, el monto de los redescuentos. Se debilita, por consiguiente, en ese caso, el control de los bancos de reserva, sobre la tasa del descuento de los bancos afiliados.

Cuando, por el contrario, el conjunto de los bancos de reserva, vende títulos en la plaza, aumentan las operaciones de redescuento y resulta mayor el control que los bancos ejercen sobre el mercado. (El artículo de Hawtrey, publicado en el *Economic Journal*, 1924, pág. 286, contiene mayores detalles a este respecto).

Durante el año 1921, se redujo considerablemente este activo productivo, debido, en gran parte, al aumento de la existencia en metálico, pero debido, también, a la circulación de los billetes de la Reserva Federal.

En el primer semestre de 1922, diferentes bancos de reserva, con el objeto de aumentar sus beneficios, compraron en plaza grandes cantidades de fondos públicos. La cartera de los bancos de reserva aumentó, así, bruscamente.

Como consecuencia, disminuyeron considerablemente los redescuentos, hasta mediados de año, momento en que alcanzaron la cifra de 400 millones de dólares. Era, principalmente, por esta causa, que los bancos perdían el control del mercado y que resultó ineficaz la tasa que establecieron en el segundo trimestre de 1922.

Cuando a principios de 1923, el Consejo de Reserva Federal quiso poner en vigor una política de crédito más severa, los bancos de reserva no tenían una cartera suficiente para ejercer una influencia decisiva sobre las tasas de los bancos afiliados. Dándose cuenta de ello, el Consejo de Reserva Federal hizo esfuerzos para mejorar la situación. Se nombró una comisión integrada por altos funcionarios de los distintos bancos de reserva, encargada de realizar, en el mercado abierto, todas las operaciones de estos bancos. En abril de 1923, se informó, a la Comisión, que las transacciones debían efectuarse en función de sus repercusiones más sensibles y en función de la política del crédito del Consejo de Reserva Federal. (Informe Anual, 1923, págs. 15, 16). A raíz de esta acción conjunta, los bancos de reserva vendieron grandes cantidades de títulos en el primer semestre de 1923. En esta forma, se absorbieron las disponibilidades del mercado, los redescuentos se elevaron a 800-900 millones de dólares y los bancos de reserva conquistaron, nuevamente, el control de las tasas vigentes. El aumento de los descuentos, en febrero de 1923, resultó, así, eficaz y los bancos de reserva se hallaron en mejores condiciones para interrumpir el movimiento ascendente.

“Las operaciones, en el mercado abierto, particularmente la venta de los fondos públicos, revelaron ser una preciosa contribución a la política del descuento” (*Bull.* 1923, página 3). en América así como en Inglaterra.

Alterada la situación en la primavera de 1923, comenzó un suave movimiento descendente, que duró hasta el verano de 1924. Durante este período, el número índice de los precios cayó, lentamente, de 159, en abril de 1923, a 145, en febrero de 1924, mientras que el volumen de la producción disminuía bastante considerablemente. Hacia mediados de año, los precios y la producción aumentaron en pequeñas proporciones. Pero, no obstante, el movimiento dominante de todo el período estaba netamente orientado a la baja. (*Review of Econ.*, 1924, pág. 184). Este movimiento de baja unido al movimiento ascensional que lo precedió, forma un ciclo económico, secundario, pero completo, tal como los que se han producido regularmente en América. (Ver, a este respecto, un interesante artículo en la *Review of Ec. Stat.*, 1925, pág. 10). Estos ciclos secundarios tienen, generalmente, una duración de tres años, mientras que el último sólo

ha durado dos años y medio. Esta duración breve puede, seguramente, atribuirse a la actuación activa del Consejo de Reserva Federal, para regularizar la situación desde los comienzos del movimiento ascendente. Es a la misma causa a la que puede atribuirse, igualmente, el carácter irregular de la consiguiente depresión en los negocios.

Esta regulación activa de los ciclos económicos pudo tener lugar gracias a la nueva política del Consejo de Reserva Federal, que descansaba, principalmente, en la observación de un factor económico que proporcionaba, con rapidez, indicaciones relacionadas con la situación reinante, a saber: el volumen de la producción.

Esta regulación activa de los ciclos económicos constituye, también, un hecho absolutamente nuevo en los anales de la política bancaria y requiere toda la atención pública. El nivel y el movimiento de los precios podían, no obstante, a mi juicio, desempeñar el mismo papel.

Después de 1921, continuaron las importaciones de oro en los Estados Unidos, aunque en menores cantidades que en el curso de ese año. En 1922, las importaciones de oro excedieron a las exportaciones en 240 millones de dólares y, en 290 millones, en 1923. Durante el primer semestre de 1924, el excedente de las importaciones sobre las exportaciones alcanzó a 220 millones, principalmente a causa de las malas cosechas en la India y de la consiguiente reducción en la demanda de oro del citado país. Estas importaciones se componían, en su mayor proporción, de oro extraído de las minas del Imperio Británico (*Bull.* 1924, pág. 246).

Desde el verano de 1922 hasta la primavera de 1923, aumentó el monto de los créditos de los bancos afiliados, gracias a las importaciones de oro, razón por la cual no aumentó el redeseuento ni el activo productivo de los bancos de reserva.

En el curso de la depresión, que se produjo como consecuencia inevitable, el monto de los créditos de los bancos afiliados permaneció sensiblemente constante. Las importaciones, no interrumpidas, de oro, tuvieron, entonces, por resultado, la reducción del activo productivo de los bancos de reserva de 1.200 millones de dólares, en enero de 1924, a 800 millones en junio.

A partir de mediados del año 1922, los bancos de reserva reaccionaron contra los efectos de las importaciones de oro sobre sus reservas metálicas, pagando en certificados de oro (gold certificates) en lugar de hacerlo con billetes. Como resultado, se produjo un aumento en la circulación áurea y una disminución en la circulación fiduciaria. (*Bull.* 1924, pág. 248).

Desde el 1.º de agosto de 1924, el oro y los certificados de oro en circulación, aumentaron en 620 millones de dólares, mientras que el monto de los billetes en circulación se redujo en 370 millones. (El 1.º de agosto de 1924, la circulación de oro y de certificados de oro se elevaba a 1.200 millones de dólares y la de los billetes de la reserva federal a 1.750 mi-

liones.) Pero esta substitución de los billetes en circulación, por oro, no puede, en forma alguna, variar el volumen del activo productivo de los bancos de reserva. Reduce, sencillamente, las reservas metálicas y, en una proporción equivalente, la circulación de los billetes. No alterándose el activo productivo, el poder de control de los bancos de reserva sobre el mercado, permanece independiente de las variaciones, en la composición de la circulación.

La relación entre la existencia y los billetes y depósitos, para el grupo de los bancos de reserva, relación a la cual no se da, por el momento, gran importancia, fué relativamente estable durante los años 1922 y 1923. Si se exceptúan los movimientos estacionales que se producen a mediados de año, esta relación ha oscilado entre 75 y 80 o/o, o sea el doble del mínimo establecido. Durante el primer semestre de 1924, a raíz de la disminución del activo productivo, la relación resultó aun mayor, variando entre 81 y 84 o/o. Siendo tan elevada, no se vió muy afectada por las modificaciones operadas en la circulación, con la substitución parcial de billetes por oro, ni por la disminución de la existencia y los compromisos de los bancos de Reserva. Pero si, por causas ajenas, esta relación se modificara en sentido desfavorable, el efecto de esta modificación en el circulante, sería entonces, muy sensible y disminuiría la relación en forma mucho más notoria que en circunstancias normales.

IV. — Últimos acontecimientos

En el curso de la primavera última, el índice del volumen de la producción bajó bruscamente; esta indicación fué corroborada por otros informes (*Bull.*, 1924, págs. 531, 532). Es, por consiguiente, en completa conformidad con los principios declarados por el Consejo de Reserva Federal, que la tasa de los bancos de reserva se redujo en la primavera y en el verano. En Nueva York, tuvo lugar una primera disminución de 4 y $1\frac{1}{2}$ a 4 o/o. Fué seguida por nuevas reducciones, en las tasas del descuento, a 3 y $1\frac{1}{2}$ y 3 o/o, respectivamente, en junio y agosto. Esta tasa es la menos elevada de todas las aplicadas, desde que entró en vigor el sistema de la Reserva Federal.

Los bancos afiliados imitaron estas reducciones (*Bull.* págs. 455-457). Las disminuciones en las tasas de los bancos afiliados se debieron, por lo menos en parte, a la considerable reducción de sus redescuentos que, de 800 millones de dólares, a principios de 1924, descendieron a 250 millones a fines del mes de agosto. La reducción del activo productivo de los bancos de reserva, durante el mismo período, sólo afectó, en realidad, los redescuentos, mientras que aumentó en pequeña cantidad el monto de los documentos en cartera. Como consecuencia de la disminución de los redescuentos, aumentó la capacidad de préstamo de los bancos afiliados, lo cual permitió rebajar la tasa del descuento.

Como las medidas adoptadas por los bancos afiliados fueron un poco anteriores a las medidas oficiales, podría sostenerse que la disminución en la tasa del descuento no fué el resultado de una iniciativa debidamente meditada del Consejo de Reserva Federal sino, sencillamente, una consecuencia de las condiciones de la plaza.

Es decir, que el Consejo no habría regulado, positivamente, las últimas fases de la política bancaria y de las condiciones económicas de América, sino que las habría reflejado pasivamente. La causa final de esta actitud pasiva, encuadrada dentro de los conceptos ingleses, sería, naturalmente, la importación de oro que habría traído una reducción en la eficacia del control de los bancos de reserva sobre el mercado. Pero tales razonamientos podrían inducir en error. Ante todo, las reducciones en la tasa del descuento de los bancos afiliados sólo constituyeron un anticipo prudente de la política oficial ulterior. Los centros dirigentes del mundo económico han podido observar, naturalmente, en forma rápida, la disminución en la producción y, conociendo los principios del Consejo de Reserva Federal, en materia de crédito, comprendieron que una reducción en la tasa del descuento, no tardaría en producirse. El hecho de que en esos momentos los bancos de reserva dejaron disminuir el volumen de sus negocios y aumentaron, en cambio, la importancia de sus carteras de títulos, tiende a dar mayor fuerza a esta opinión. Si los bancos de reserva hubieran deseado realmente mantener sus antiguas tasas de descuentos y utilizarlas para influir en el mercado, hubieran podido lograr su objeto, reduciendo el monto de sus carteras de títulos y aumentando las operaciones de descuento: Esta política fué pregonada, sin éxito, en varias publicaciones. (*The Chaese Economic Buleltin*, agosto de 1924, págs. 22, 23). Por fin, a raíz de la violenta reducción en el volumen de la producción, un suavizamiento en la política del crédito estaba en un todo en conformidad con los principios declarados por el Consejo de Reserva Federal.

Se puede, por consiguiente, considerar que las reducciones en las tasas del descuento, a mediados del año 1924, fueron la consecuencia de la política de regulación del Consejo de Reserva Federal.

Esta política menos estricta, ha dado origen a un período de prosperidad. El nivel de precios, según el número indicador del Ministerio del Trabajo, se elevó, de 145, en junio, a 157 en diciembre, siendo mayor el crecimiento para los productos agrícolas que para los productos industriales, por razones especiales. Después de la depresión observada en la primavera y de la paralización del estío, el índice de la producción creció rápidamente hasta alcanzar una cifra elevada en diciembre. En los comienzos de este mismo período, los créditos bancarios se desarrollaron notablemente. Al parecer, nos encontramos, pues, en un período de desarrollo rítmico normal de la situación económica.

En el segundo semestre de 1924, el exceso de las importaciones de oro sobre las exportaciones, fué muy inferior, no pasando de 35 millones de dólares. La situación se debe, principalmente, a las demandas de oro emanadas nuevamente de las Indias y a la reconstitución del encaje del Reichsbank. Conjuntamente con el aumento en el volumen de los créditos de los bancos afiliados, se constató un crecimiento equivalente de los depósitos, en los bancos de Reserva. Como consecuencia, el activo productivo de los bancos de Reserva, ha aumentado de 800 millones de dólares, a mediados del mes de agosto, a 1.050 millones en enero del año siguiente.

Este aumento ha afectado el mercado de los títulos, habiendo permanecido prácticamente constante el monto de los descuentos, oscilando alrededor de 250 millones de dólares.

GUSTAVO AKERMAN

(Traducción de E. G. G. y E. M.).

**SITUACION DE LOS DOCE BANCOS DE RESERVA
FEDERAL**

(En mil millones de dólares)

		Existencia total	Billetes en circulación	Total de los deptos.	Porcentaje de la exist. con resp. a la circul.
1919	Junio . . .	2,26	2,50	1,79	52,7
1920	Enero . . .	2,10	2,85	1,82	45,1
	„ Mayo . . .	2,08	3,08	1,84	42,2
	„ Dic'bre . . .	2,22	3,34	1,54	45,5
1921	Mayo . . .	2,55	2,77	1,72	56,8
1922	Enero . . .	3,05	2,23	1,78	76,0
	„ Junio . . .	3,14	2,12	1,93	77,4
1923	Marzo . . .	3,20	2,24	2,00	75,4
1924	Enero . . .	3,27	2,08	2,00	80,1
	„ Julio . . .	3,27	1,81	2,14	82,6
1925	Enero . . .	3,09	1,74	2,34	76,0