

741-

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. Wenceslao Urdapileta
Por la Facultad

Isidoro Martínez
Por el Centro de Estudiantes

José S. Mari
Por el Centro de Estudiantes

SECRETARIO DE REDACCION

Carlos E. Daverio

REDACTORES

Dr. Emilio S. Bottini
Dr. Julio N. Bustamante
Por la Facultad

Rodolfo Rodríguez Etcheto
Por el Centro de Estudiantes

José M. Vaccaro
Por el Centro de Estudiantes

Año XVIII

Agosto, 1930

Serie II, N° 109

DIRECCION Y ADMINISTRACION
CALLE CHARCAS 1835
BUENOS AIRES

de Julio Broide

Tópicos monetarios y bancarios de actualidad en el orden internacional (*)

III

EL BANCO DE LIQUIDACIONES INTERNACIONALES

Hemos visto en el Capítulo I el problema de la colaboración de los Bancos Centrales.

Los gobiernos de las principales potencias no podían olvidar los sentimientos de cooperativismo internacional y cuando se consideró en forma integral el problema de las Reparaciones, se creyó conveniente la creación de un organismo que al par que liquidase el asunto engorroso y molesto de la deuda germana, permitiese satisfacer esas aspiraciones de colaboración internacional en materia bancaria (1).

El plan Young, firmado el 8 de junio de 1929 es la consagración de estos anhelos (2).

En dicho plan surge por primera vez en la historia finan-

(*) El presente trabajo, cuya primera parte hemos publicado en nuestro número anterior, fué presentado a la Institución Mitre con fecha 15 de mayo y no 15 de marzo como se dijo en dicha oportunidad.

(1) La idea de un *clearing* internacional en el movimiento de los cambios y del oro no es realmente nueva. Bastaría mencionar los estudios sobre el *Clearing del oro*, de Luigi Luzzati, en el año 1906, el informe que bajo el nombre de *Reserve d'or pour conjurer les crises financières* escribió M. Faithfull Bag para el Congreso Internacional de las Cámaras de Comercio reunidas en el año 1914 y el libro reciente de M. Mlynarski, denominado *El oro y los Bancos Centrales*. (Véase *Vie Bancaire Internationale, La banque Internationale*, por Albert Buisson, en *The Financial Times Banking Supplement*, del 31 de marzo de 1930, pág. 59).

(2) El plan Dawes se consideró al poco tiempo de su establecimiento como poco satisfactorio para dirimir el pago de las deudas bélicas, y así después de múltiples discusiones que escapan al objeto de nuestra reseña, se firmó, a mediados de 1929, el plan Young.

ciera del mundo la idea de un Banco Internacional que “*cooperar con los bancos de emisión*” — son palabras de la Comisión de Reparaciones — “*y esté a su vez encargado de financiar las reparaciones y mantener la estabilidad de los cambios, compensar las cuentas acreedoras y deudoras, llenar las lagunas que existen actualmente en la organización bancaria mundial, asegurar los pagos internacionales, etc.*”

El día 13 de noviembre de 1929 quedaron terminados en Baden Baden, las disposiciones que se refieren a la creación del nuevo Banco Internacional de Liquidaciones.

Los documentos elaborados en Baden Baden y que serán objeto de discusión en la Segunda Conferencia de la Haya a reunirse en el año 1930, lo constituyen tres informes (3):

- 1) *La carta o ley fundamental* en virtud de la cual se fijan las bases legales del Banco Internacional, estableciéndose su sede en Suiza.
- 2) *Los Estatutos* que fijan la constitución del Banco, sus atribuciones, su administración, su sede, la repartición de los beneficios, etc.
- 3) Un arreglo o acuerdo de fideicomisario (*trustee*) que autoriza al Banco Internacional de Liquidaciones a efectuar todas las operaciones referentes a la recepción, giro y repartición de las anualidades fijadas por el plan Young.

De estos tres informes el que más nos interesa es el que se refiere a los estatutos del Banco.

1. *Capital.*

El Banco Internacional de Liquidaciones se constituirá en la forma de una sociedad anónima por acciones. En su origen el capital social estará constituido por 500 millones de francos oro suizos, que equivalen exactamente a 145.161.290,32 gramos de oro fino.

Dicho capital estará dividido en 200.000 acciones nominales de 2.500 francos suizos oro cada una.

La suscripción integral de esta importante suma será garantida incondicionalmente por los cinco bancos centrales de los países que han participado en la elaboración de los Estatutos, a saber: Banco Nacional Belga, Banco de Inglaterra, Banco de Francia, Banco de Italia y el Reichsbank, además de dos

(3) Véase el Boletín Mensual N° 12, del año 1929, mes de diciembre, de la *Société de Banque Suisse*.

bancos privados, a saber, uno de los EE. UU. probablemente J. P. Morgan y otro del Japón.

Hay que recalcar que no son los gobiernos sino los Bancos de Emisión los que participan en la constitución del Banco de Liquidaciones, y que van a ser los que nombrarán los administradores responsables de la buena marcha y gestión de la nueva entidad bancaria.

Se refieren luego los estatutos a las modalidades de la emisión y del capital social para entrar luego a fijar en los párrafos siguientes el lugar en que tendrá su sede el banco.

2. *Sede.*

Respecto a la sede del Banco, la discusión fué larga y así los nombres de Londres, Bruselas, Amsterdam, Berna, Génova, Lausana, Zurich y Basilea, fueron nombrados como domicilio del nuevo Banco.

Pero a la larga vino a primar el nombre de Basilea y es allí donde va a constituirse el nuevo Banco de Reparaciones (4).

El art. 3 de los estatutos dice: "que el Banco tendrá por objeto producir la cooperación de los Bancos Nacionales, dar facilidades adicionales para las operaciones financieras internacionales y actuar como fideicomisario o agente de liquidaciones en los asuntos financieros o internacionales que le sean confiados".

3. *Funciones del Banco.*

Las funciones del Banco se dividen en dos grupos: En primer lugar el Banco revestirá el carácter de *un superbanco* a los efectos de obtener la cooperación de los Bancos Centrales, creándoles las suficientes facilidades para efectuar operaciones financieras internacionales y a tales efectos podrá actuar de mandatario u agente de las cuestiones que le fuesen confiadas. En segundo lugar, el Banco de las Reparaciones dará cumplimiento al plan Young a cuyos efectos deberá:

- 1) Cumplir las funciones que le son designadas por dicho plan,
- 2) Dirigir los negocios a los efectos de la ejecución del mismo,
- 3) A observar sus diversas disposiciones.

(4) Según la Société de Banque Suisse (mes de diciembre de 1929), la ciudad de Basilea cuenta en la actualidad con 148.000 habitantes, siendo después de Zurich, la ciudad más importante de Suiza. Constituye un centro bancario e industrial de primer orden

Por otra parte en su calidad de mandatario u agente de los gobiernos interesados el Banco deberá:

- 1) Recibir, administrar y distribuir las anualidades que pague Alemania de acuerdo al plan Young.
- 2) Ayudar y facilitar la comercialización y movilización de ciertas cuotas u fracciones de esas anualidades.
- 3) Prestar todos los servicios que hubiesen convenido entre los gobiernos interesados en lo que concierne al pago de las reparaciones alemanas y al cumplimiento de los reglamentos internacionales correspondientes.

4. *Cooperación Internacional.*

Si bien los Bancos Centrales tenían a veces relaciones ocasionales ellas no acusaban un carácter de continuidad. El Banco de Liquidaciones es un gran paso adelante en la obtención de un contacto estrecho e íntimo entre los grandes Bancos de Emisión ya que los estatutos establecen que los miembros del Directorio del Banco Internacional deberán reunirse periódicamente (por lo menos diez veces al año) según consta en las disposiciones establecidas en Baden Baden.

En esas reuniones se encontrarán los principales representantes de los grandes bancos del mundo, lo que redundará en beneficio mutuo.

5. *Operaciones.*

Entre las operaciones autorizadas al Banco de Liquidaciones se incluyen, la adquisición y venta de oro por su propia cuenta o por cuenta de los Bancos Nacionales, la conservación de oro para su propia cuenta en los Bancos Nacionales, la custodia de oro por cuenta de los Bancos Nacionales, hacer adelantos o pedir prestado a los Bancos Nacionales en contra de documentos ya descontados, comprar y vender valores negociables y mantener cuenta corriente o depósitos con los Bancos Nacionales.

El Banco podrá celebrar acuerdos para actuar como fideicomisario o agente en materia de liquidaciones internacionales a condición de que tales acuerdos no afecten las obligaciones del Banco con respecto a terceros. Toda operación que esté autorizado a realizar el Banco con los Bancos Nacionales, podrá efectuarse con los Bancos o corporaciones de banqueros de cualquier país a condición de que el Banco Nacional de ese país no se oponga.

El Banco podrá efectuar acuerdos con los Bancos Nacionales para facilitar la liquidación de transacciones internacionales entre aquéllos.

Se le veda al Banco emitir moneda, aceptar letras de cambio, efectuar adelantos a los gobiernos, abrir cuenta corriente en nombre de éstos, adquirir intereses predominantes en las entidades adheridas al Banco y poseer propiedades excepto cuando ello sea inevitable.

Contienen además los estatutos del Banco Internacional de Liquidaciones las disposiciones referentes a la Gerencia, a la Dirección y a la Asamblea General cuya organización escapa a los propósitos de esta síntesis.

6. Conclusiones.

Consideramos que la función que tendrá el Banco Internacional de Liquidaciones es enorme en favor de la colaboración internacional y de la solidaridad económica.

Según *C. H. Kisch* (reconocida autoridad bancaria londinense) el Banco de las Reparaciones podrá con el tiempo actuar como una verdadera cámara compensadora de los movimientos del oro (5).

Este optimismo parece ser general en los centros financieros de Europa. *Alberto Buisson* (presidente del Banco Nacional Francés del Comercio Exterior) ha manifestado que la creación del Banco Internacional de Liquidaciones es un nuevo paso en las relaciones financieras de las naciones. Los diferentes Bancos Centrales de Emisión estarán obligados a realizar sus políticas bancarias de acuerdo a ciertas bases de acción coordinada. Los mercados financieros, al decir de Buisson, se beneficiarán por una organización regular del mercado, lo que producirá sin duda grandes ventajas (6).

Mr. Georges Theunis (presidente de la Cámara Internacional de Comercio de París) en el informe anual leído ante el consejo de la Cámara el día 4 de abril de 1930 dijo, "que esperaba que la creación del Banco Internacional de Liquidaciones contribuirá a mantener la estabilidad en la estructura mundial del crédito favoreciendo el desarrollo económico internacional (7).

(5) *The Bank for International Settlements, Its constitution and scope*, by C. H. Kisch, en *The Financial Times Banking Supplement*, 31 de marzo de 1930, pág. 7 y sig.

(6) Véase *International Banking*, by Albert Buisson, en *The Financial Times Banking Supplement*, del 31 de marzo de 1930, pág. 35. Londres.

(7) Véase *The Financial Times*, 8 de abril de 1930, pág. 45.

Creemos, pues, que con el establecimiento de este organismo podrá llegarse a una pronta estabilización monetaria, regularse los cambios y también ayudarse la gestión de los grandes Bancos Centrales.

IV

LA DIRECCION DEL MOVIMIENTO AUREO Y LAS ULTIMAS PERTURBACIONES MONETARIAS

1. *Los movimientos del oro.*

El fenómeno del movimiento de metálico en el período posterior a la terminación de la guerra, ha sido seguido con sumo interés por los economistas y hasta por el público en general que le ha dado una trascendencia enorme.

La vuelta al patrón oro de varios países después de la guerra, ha aumentado la demanda de oro.

Por otra parte el hecho de que al determinar el respaldo metálico no sólo se incluyan los billetes en circulación sino también los depósitos en cuentas corrientes, ha traído como consecuencia que el encaje metálico exigido sea superior al de la preguerra.

Ante la necesidad de establecer el patrón oro y la imposibilidad de conseguir el suficiente oro, como para servir de respaldo a la emisión de billetes, algunos Bancos Centrales, entre ellos el Reichsbank, han establecido junto al oro, la garantía de las *letras en oro*. En esa forma los bancos no sólo convierten los billetes en oro sino también en letras en oro.

Uno de los últimos ejemplos a este respecto nos lo da el moderno sistema de Chile, cuyo Banco Central establece esa disposición en materia de garantía del circulante (1).

(1) Esta convertibilidad de los billetes es una mera variante del patrón oro, y recibe el nombre de *qualified gold exchange standard*. Mediante este sistema se tiende a la eficaz convertibilidad del billete. Así el artículo 69 de la ley que creó el Banco Central de Chile establece que los "billetes del Banco Central serán convertibles al portador y a la vista en la oficina principal del Banco en Santiago, y el pago se efectuará a opción del Banco, en cualquiera de las siguientes formas:

- a) En monedas de oro chilenas del peso y fino que establezca la ley monetaria.
- b) En oro en barras de 100 % de fino aproximadamente.
- c) En letras a la vista o a tres días vista sobre Londres o Nueva York, pagaderos en oro y girados sobre fondos depositados en Bancos de primer orden situados en dichas ciudades.

Hemos hablado de este hecho para demostrar los arbitrios de que han hecho uso los Bancos Centrales para poder volver al patrón oro ante su escasez por el aumento de la demanda y su producción más o menos estable. Por ello creemos conveniente fijar las causas normales o comunes que producen el movimiento del metal amarillo para explicar en seguida los nuevos fenómenos (sumamente recientes) en la dirección del oro y analizar el intercambio áureo en el año 1929, con sus antecedentes ya que a juicios de los entendidos, el año que acaba de terminar ha sido excepcional en el mundo monetario, por los fuertes movimientos de metálico, las continuas modificaciones de las tasas de descuento en los principales países del mundo, y las oscilaciones respectivas de los cambios internacionales.

Los motivos directos en los movimientos internacionales del metal amarillo pueden ser divididos en tres grupos (2):

- 1) Motivos administrativos.
- 2) Motivos comerciales.
- 3) Motivos especiales.

2. *Motivos administrativos.*

Resultan de los embarques de oro hechos por los Bancos Centrales de una sede a otra del Banco con el objeto de mantenerlos en esos sitios incluyéndose también en esta categoría los embarques de oro con el fin de acuñarlo. Se trata como se ve de simples transferencias de metálico hechas por una misma entidad que no tiene influencia en el mercado, ya que el oro no cambia de dueño. Lo único que se produce en estos movimientos es el desplazamiento físico del oro, sin ulterioridades sobre la plaza.

Veamos ahora los que tienen por motivo transacciones comerciales.

(2) Hasta la aparición del libro de Paul Einzig sobre movimientos internacionales del oro, nada había publicado sobre estos asuntos en una forma integral y ordenada. El libro trata los motivos del movimiento áureo, los efectos que produce en el mercado y hace un estudio meticoloso sobre los puntos de oro. Nosotros hemos creído interesantes las manifestaciones del profesor Einzig. Por ello hemos tomado sus divisiones referentes a los motivos del movimiento áureo, y muchas de las sugerencias que en ese libro se enuncian, y cuya lectura recomendamos especialmente. Véase *International Gold Movements*, by Paul Einzig, Macmillan & Co., Londres, 1929.

3. *Motivos comerciales.*

Se podría definir las transacciones comerciales como las que tienen por objeto los embarques áureos siempre que den alguna utilidad; mientras que las *transacciones especiales* lo constituyen aquellos envíos que tienen por objeto motivos especiales, sin esperanzas de obtener utilidad directa en el embarque.

En las transacciones comerciales se incluyen los siguientes embarques:

- 1) Embarques de los países productores del oro a sus mercados naturales de venta.
- 2) Embarques del oro de los mercados de venta al de los consumidores.
- 3) Embarques debido a operaciones de cambio.
- 4) Embarques de oro debido a operaciones de arbitraje.

a) *Embarques de los países productores a los mercados de venta.*

La mayor parte del oro producido en *Sud Africa* va a venderse en el mercado de *Londres*, que por su carácter secular de mercado internacional del oro, por las facilidades de los embarques y por otras causas es el lugar aceptado como mercado natural para la venta del oro. Sucede entonces que los países productores llevan ese oro a Londres aun cuando podrían obtener mayores beneficios mandándolo a otro país. En el período de la anteguerra era raro hacer esto último, pero en los últimos años el hecho ha sucedido una cantidad de veces.

Así debido a la firmeza del peso argentino en 1927, y a la baratura extrema de los fletes japoneses se produjo la remisión directa de metálico de Sud Africa a la Argentina.

Ello se debió no sólo a estos factores favorables, sino también porque Sud Africa había importado de la Argentina una cantidad apreciable de granos. Vemos pues que la remisión del metálico del país productor al que lo compra constituye una transacción comercial y que si bien lo normal es que ese metálico vaya a Londres ocurre también que él puede dirigirse a otras plazas.

b) *Embarques de oro de los mercados de compra a los consumidores.*

Corresponden estos embarques a las compras que hacen los industriales para sus necesidades fabriles. Ejemplo: el oro del Sud Africa que se adquiere en Londres, por los relojeros de Suiza.

En estos embarques de oro no interviene para nada las diferencias de cambio. Es operación netamente comercial, como lo es también el embarque de monedas de un país civilizado a las zonas salvajes de Africa, en que sirven como mercancía.

c) *Embarques debido a las operaciones de cambio.*

Nacen estos embarques de las necesidades del comercio exterior que se finiquitan por operaciones de cambio. Es justamente la substitución de las transferencias de fondos por medio de letras por el respectivo embarque de metálico el que produce este movimiento.

La mayor parte de las veces estas transacciones cambiarias la hacen los bancos y los corredores de oro, que toman la iniciativa de los envíos de metálico, cuando ellos consideran que es más barato comprar oro que cambio extranjero (3).

d) *Embarques de oro a través de las operaciones de arbitraje.*

Se confunde a menudo lo que se entiende por operaciones de cambio y por operaciones de arbitraje. Así el objeto de la *operación de cambio* es el efectuar el embarque de metálico para obtener la transferencia de fondos por intermedio del mercado de cambio, mientras que el objeto de lo que latamente se llaman *operaciones de arbitraje* se refiere al embarque de oro sin ninguna intención real de transferir fondos al solo efecto de obtener beneficios de la diferencia existente entre los cambios y sus respectivos puntos de oro.

Estas operaciones no nacen de la necesidad de hacer algún pago o de la intención de efectuar alguna transferencia al extranjero.

4. *Transacciones especiales.*

Entramos ahora a considerar la última clase de transac-

(3) Sostiene Einzig que excepcionalmente firmas muy importantes pueden llevar a cabo estas transacciones cambiarias. Y cita como ejemplo los grandes exportadores argentinos.

ciones o sea las transacciones especiales, en las cuales no juega el factor ganancia papel alguno, ya que es justamente por ello que se clasifican en este rubro. Estas transacciones especiales tienen una importancia suma en el movimiento mundial del oro.

Ciertos Bancos Centrales que sentían la necesidad de aumentar sus tenencias metálicas, optaron por adquirir el oro mediante compras directas ya sea en el mercado de Londres, o en cualquier otro banco central; haciendo caso omiso del cambio y tratando de comprarlo en aquellos sitios en que se pudiese adquirir al precio más bajo. La mayor parte de las veces dichas operaciones involucraban una pérdida para el comprador.

No debe considerarse que estas transacciones especiales que realizan los bancos centrales tienen sólo por objeto el aumento de sus reservas metálicas. Si bien ello puede acontecer en algunos casos, es también cierto que muchas veces el objeto de dichas operaciones es opuesta. Ejemplo: el Banco de España que en 1928, envió 2.000.000 de libras al Banco de Inglaterra, para sostener el cambio de la peseta.

Si bien las principales razones en la compra del oro por medio de operaciones especiales, es el del reajuste del stock áureo al mínimo legal, bien puede haber también otros motivos. Se sostiene por algunos economistas que las grandes compras de metálico que hizo Francia en los últimos años han tenido por fin fundamental el de volver a colocar a ese país en una posición privilegiada como mercado internacional de valores.

Muchas veces las transacciones especiales son llevadas a cabo con un mero fin de publicidad, como sucedió con el primer embarque postbélico desde Nueva York a Londres, realizado a fines de 1927.

5. *Los fenómenos recientes.*

Nos hemos referido en los párrafos anteriores a los *motivos normales* que intervienen en el movimiento del oro. Trataremos ahora de fijar la existencia de nuevos hechos que han influenciado enormemente la traslación áurea producida en el mundo, durante el año 1929. Estos acontecimientos nuevos que vienen a incidir en la dirección del oro son la *internacionalización de la especulación* y el *aflujo de dinero a corto plazo a aquellos lugares en que el alto tipo de interés hace remunerador su remisión.*

Estos dos factores según la opinión de *Einzig* son los que han obligado a la Argentina, Canadá y Australia, a decretar el embargo del oro. Sostiene que dichos fenómenos son relativamente recientes. Antes de la guerra no se conocían (4).

La internacionalización de las relaciones comerciales ha hecho que muchos poseedores de dinero inviertan sus disponibilidades en especulaciones bursátiles. Por otra parte varios bancos tenían oficinas de cambio que no realizaban mayores ganancias en las operaciones susodichas, y cuando en el período postbélico vieron la posibilidad de efectuar utilidades debido a una diferencia del tipo de interés, no perdieron tiempo, y remitieron gran cantidad de fondos a esos centros.

En síntesis, como las liquidaciones bursátiles se ven precedidas por fuertes aumentos en la tasa de interés es evidente que a la transferencia de fondos por parte de los especuladores se une la del dinero de aquellas personas que desean ganar la diferencia de interés entre la plaza en que se especula y la plaza en que residen.

Einzig, es pesimista respecto a estos dos fenómenos recientes. Manifiesta que la liquidación neoyorquina no es más que la iniciación de ciertos hechos que volverán a repetirse posteriormente.

Según él a la crisis norteamericana seguirá dentro de poco la especulación en la bolsa de París, cuyos excedentes áureos, producirán un mayor optimismo que no tardará en hacer subir los valores bursátiles.

Iniciada la fiebre especulativa comenzaría un aflujo de fondos extranjeros hacia París para beneficiarse del alza de los precios y de la diferencia de la tasa del interés.

Y entonces se produciría a la larga la crisis bursátil y un nuevo movimiento de oro. Algo análogo acontecería luego en Alemania y en los principales centros bursátiles de Europa.

Es que la internacionalización de los fondos lleva forzosamente a este hecho. Hoy, una persona que tiene capitales disponibles los invierte con facilidad en la compra de acciones de entidades extranjeras. No hay posibilidades teóricas ni prácticas para *Einzig* de impedir este movimiento de fondos que perturba las economías monetarias de los países.

(4) Véase Paul *Einzig*, *Some new features of gold movements*, en *The Economic Journal*, (*The quarter journal of the Royal Economic Society*, edited by J. M. Keynes y D. H. Macgregor, marzo de 1930, pág. 56, Londres.

Cuando el movimiento del oro era debido a las fluctuaciones del precio de los artículos, aquél reajustaba a éstos, pero tratándose de movimientos provocados por las fluctuaciones de los precios de las acciones, no se produce el mismo fenómeno.

Ejemplo del primer caso: Cuando el circulante existente en un país es excesivo (precios altos) una baja de la tasa del interés producía una exportación de oro que tendía a llevar los precios a su posición normal. Si éstos eran bajos debido a la escasez de numerario las importaciones de oro hacían volver los precios a su situación anterior. A la acción venía la reacción. Pero en materia de estos nuevos movimientos tal hecho no acontece.

La popularización de la especulación internacional está de acuerdo con la tendencia fundamental de la internacionalización de las finanzas por medio de la cual los capitales buscan la inversión más fructífera. El problema está latente, y corresponde a los grandes bancos centrales buscar la forma en que estas fluctuaciones áureas no perturben la situación monetaria de países de economía substancialmente sana.

Después de lo que acabamos de expresar surge a la luz meridiana de los hechos la influencia trascendental que jugó en la perturbación monetaria mundial la situación de los EE. UU. en 1929.

Creemos pues conveniente entrar al estudio de los fenómenos dinámicos que la economía monetaria estadounidense ha sufrido en el último año por aclarar muchas cuestiones interesantes en el campo de la economía experimental.

6. *La situación monetaria de los EE. UU. durante el año 1929.*

El mercado monetario norteamericano en el año 1929, tiene dos períodos perfectamente definidos (5).

(5) El desarrollo verídico y ordenado de los hechos monetarios ocurridos en Estados Unidos durante el año 1929, es conveniente conocerlo en sus diversas fases. Por ello hemos seguido las consideraciones respectivas del brillante estudio de Randolph Burgess (autoridad indiscutible en los problemas de la Reserva Federal), que se publicó en *The Review of Economic Statistics*, de Harvard, *The Money Market en 1929* (Mass.) Estados Unidos.

7. *Primer período.*

El primer período cubre la primera parte del año y se caracteriza por una demanda creciente de crédito; una restricción en los fondos facilitados por los bancos y una tasa monetaria relativamente alta. Las demandas incesantes de crédito iban a satisfacer las necesidades de los mercados bursátiles, en los cuales los precios de las acciones crecieron hasta un 30 %, así como también los préstamos a los corredores. Estos pedidos adicionales de crédito fueron satisfechos en mínima parte por los bancos afiliados al sistema de la reserva federal debido a la política restrictiva del crédito implantada por dicho sistema.

8. *La política de la Reserva Federal.*

La política de la Reserva Federal tuvo su expresión en dos formas: por la *actuación de la tasa del descuento* y por las *operaciones del mercado abierto*.

Así aumentó la tasa del descuento del 4 ½ al 5 %, en los bancos del oeste; y del 5 al 6 % en el de la Reserva Federal de Nueva York el 9 de agosto de 1929.

Por otra parte la Reserva Federal mediante la venta de letras y títulos del gobierno en el mercado abierto obtuvo una reducción importante en las tenencias de dichos papeles lo que permitió contrarrestar el aflujo áureo producido por las altas tasas de descuento.

El aumento consiguiente de los descuentos hizo que los bancos afiliados prestasen con dificultad, lo que trajo un alza en la tasa del interés, por haber crecido la deuda de los bancos miembros en sus respectivos bancos de reserva.

Siendo los bancos de la Reserva Federal, reacios a la satisfacción de estas necesidades adicionales del crédito requerido por las operaciones bursátiles corresponde indagar en qué forma pudo obtenerse esos fondos.

9. *El aumento de la velocidad de circulación de los depósitos.*

Dicha demanda se satisfizo por un aumento en la velocidad de circulación de los depósitos y por la otorgación de préstamos por entidades que no fueran los bancos. Este aumento en la velocidad de circulación de los depósitos bancarios ha sido comprobada en los E.E. UU. en la primera parte del

año 1929, y sirvió para hacer frente a la demanda creciente de fondos (6).

10. *Préstamos por entidades que no son Bancos.*

A su vez se produjo un aumento de los préstamos a los corredores por organizaciones que no eran bancos con lo que pudo satisfacerse ese pedido de fondos que iba al mercado de valores de Nueva York.

Estos prestamistas lo formaban: las corporaciones financieras, los Bancos extranjeros, las compañías de inversiones, etcétera, que constituyeron sin duda alguna un factor de gran importancia en la evolución monetaria que se produciría en la segunda parte del año.

Los tipos de interés alto en el mercado norteamericano produjeron a su vez alzas en las tasas monetarias de los principales países de Europa, como veremos más adelante. Se caracteriza pues la primer parte del año 1929, por el alza de la tasa del descuento, la venta de títulos en el mercado abierto por la reserva federal, y por ende el crecimiento sumamente pequeño de los préstamos e inversiones de los bancos afiliados al sistema.

Ante esta posición bancaria se pudo satisfacer las necesidades crecientes del crédito con un aumento en la velocidad de circulación de los depósitos y con la ayuda de los fuertes préstamos hechos a los corredores por entidades que no eran los bancos afiliados.

11. *Segundo período.*

Explicado suscintamente el primer período del desenvolvimiento monetario estadounidense en el año 1929, nos corresponde enunciar los hechos producidos en el segundo.

(6) Irving Fisher, al estudiar la teoría cuantitativa de la moneda ha vulgarizado la ecuación del cambio que en su forma simple es $MV = PT$, en que M es la moneda, V su velocidad, P los precios y T el volumen de los negocios. Hemos visto que el volumen de los negocios iba creciendo en 1929, incluyendo las operaciones bursátiles, asimismo crecían los precios en la que estaban considerados las cotizaciones de acciones. Si crecía el segundo miembro de la igualdad forzosamente debía crecer el primero. Es lo que ocurrió: como M permaneció estable, debió crecer su velocidad de circulación, que es lo que ha sucedido en el lapso enero-septiembre de 1929, en que la velocidad de los depósitos bancarios creció en un 20 % en los bancos afiliados de Nueva York y en un 10 % en los bancos miembros situados fuera de Nueva York.

12. *Cambio de la Política de la Reserva.*

Se inicia este período, con un cambio en la política de la Reserva el 9 de agosto, en que el Banco de la Reserva Federal de Nueva York eleva la tasa de descuento del 5 al 6 %, y reduce simultáneamente la tasa de compra de las aceptaciones bancarias del 5 ½ al 5 ⅓ %, lo que produjo un aumento importante en las tenencias de aceptaciones bancarias de la Reserva Federal. Dicho crecimiento en las aceptaciones fué acompañada por un descenso de los descuentos. Casi toda esta reducción correspondió a la ciudad de Nueva York, de tal suerte que los préstamos de los bancos afiliados en el banco de la Reserva Federal del distrito decrecieron de 300 millones de dólares en agosto, a 70 millones de dólares en octubre, lo que permitió que los bancos afiliados de Nueva York, pudiesen eludir vigorosamente en su debida oportunidad la restricción del crédito producida a raíz del "crack" bursátil.

13. *Valorización de los cambios extranjeros.*

Después de este cambio en la política de la Reserva Federal debe mencionarse como el segundo hecho importante en esta fase, la valorización de los cambios extranjeros en Nueva York, que se produjo a mediados de septiembre. Esta valorización, fué anterior, a la baja de las tasas monetarias de Nueva York, y se inició antes que el banco de Inglaterra elevase su tasa de descuento del 5 ½ al 6 ½ % el 26 de septiembre. Esta modificación en la tendencia del cambio fué debido seguramente al retiro de fondos de los mercados bursátiles en el mes de septiembre.

14. *Baja de la tasa de descuento.*

El tercer hecho que merece mencionarse en el orden cronológico es el de una reducción rápida de los tipos bancarios, durante el mes de octubre. El descenso de las tasas fué anterior a la liquidación bancaria ya que no tuvo por causa un descenso en el monto del crédito llevado al mercado bursátil, pues los préstamos a los corredores siguieron creciendo hasta mediados del mes de octubre, sino que fué más bien el resultado de la política de crédito iniciada por la Reserva Federal en el mes de agosto.

La circunstancia de que los bancos miembros en los pri-

meros días de octubre, no mantuviesen ninguna deuda en los bancos de la reserva, hizo que tuviesen una cierta cantidad de fondos disponibles lo que fué suficiente para producir una baja en los tipos de interés.

El hecho que el dinero estuviese barato no quería significar que fuese accesible, pues los bancos afiliados seguían siendo escrupulosos en la otorgación de los préstamos.

15. *El colapso bursátil.*

El factor que tuvo más trascendencia en la economía mundial, y que es el cuarto en el orden de fechas, a saber, la crisis bursátil, ocurrió entre los últimos días de octubre y las primeras semanas de noviembre en que los precios de las acciones y títulos bajaron estrepitosamente. Este descenso produjo el consiguiente pánico, y el instantáneo retiro de fondos del mercado bursátil, por parte de los prestamistas que no eran bancos.

La situación se hubiese tornado desastrosa si los bancos afiliados no hubieran acudido rápidamente con sumas importantes de dinero para reemplazar las cantidades que tan rápidamente habían sido retiradas. Y así ante la extracción de más de dos billones de dólares en el período que transcurre desde el 9 hasta el 30 de octubre por parte de los otros prestamistas, los bancos de Nueva York, para contrarrestar esa situación violenta, aumentaron sus préstamos a los corredores en un billón de dólares, además del incremento apreciable de los préstamos a sus clientes normales.

Este aumento enorme de los préstamos por parte de los bancos afiliados produjo un crecimiento en la demanda adicional de crédito, a los Bancos de la Reserva Federal. Para satisfacer dichas necesidades, los Bancos de Nueva York, aumentaron sus préstamos en la reserva federal en 125.000.000 de dólares entre el 9 y el 30 de octubre. Por su parte el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, aumentó sus tenencias de títulos gubernamentales en 134.000.000 de dólares. En esta forma las necesidades excepcionales de fondos producidas por el pánico bursátil fueron solucionadas satisfactoriamente.

16. *Cambio en la dirección del metálico.*

Por último, como quinto hecho en el desenvolvimiento del segundo período monetario se produce el cambio en el movi-

miento del oro, que nace como consecuencia del colapso bursátil.

Hasta el mes de octubre de 1929, el aflujo de oro hacia los EE. UU. se realiza en forma constante. Pero una vez producido el "crack" bursátil, la valorización de las monedas extranjeras que se había iniciado en septiembre unido a la reducción de las tasas monetarias en octubre trajo una exportación de oro en los meses siguientes del año.

El oro que ha sido atraído en forma inusitada por los altos tipos de interés en el mercado neoyorquino durante buena parte del año 1929 ha demostrado la fuerza incontrastable de la economía norteamericana en los movimientos internacionales del oro.

17. *La situación monetaria norteamericana y el mercado mundial en 1929.*

Debido a las tasas excesivamente altas que primaron en los EE. UU. durante los años 1928 y gran parte del año 1929, se produjo un enorme aflujo de metálico hacia ese país para satisfacer las demandas intensas requeridas por el mercado de acciones.

Esa entrada de oro proveniente de diversos países produjo una reducción de las tenencias metálicas de varias naciones.

Para neutralizar ese éxodo metálico, aquéllas elevaron la tasa de descuento.

Con la liquidación bursátil, que produjo un reflujo áureo de los EE. UU. hacia los países europeos, proveniente de las disponibilidades retiradas del mercado de valores, efectuóse un aflojamiento de las tasas monetarias de los principales bancos centrales.

La economía de las principales naciones estuvo ligada durante una gran parte del año 1929 a la situación excepcional que regía en la Bolsa de Nueva York.

Justamente todo el extraordinario movimiento de oro dirigido hacia los EE. UU. tuvo esa causa.

18. *Importaciones de oro en los EE. UU.*

Según cifras publicadas por el Boletín de la Reserva Fe-

deral (7) el stock de oro de los EE. UU. aumentó en 282 millones de dólares en el período que corre desde el 11 de enero de 1929 hasta el 25 de octubre de 1929, en que termina el aflujo metálico.

El monto total del oro existente crece en dicho lapso de 4.106 millones a 4.388 millones de dólares. Hemos dicho ya que a partir de noviembre se inicia la exportación de metálico que asciende a 105 millones de dólares. En el lapso 25 de octubre a 31 de diciembre, baja el stock de 4.388 millones a 4.283 millones de dólares.

Si bien las existencias de metálico crecieron en 288 millones de dólares entre el primero de enero y el 25 de octubre las importaciones netas de oro durante ese período llegaron a sólo 234, 2 millones de dólares. La diferencia se debe a la producción local de oro. En esa enorme suma importada a los EE. UU. intervinieron varios países: a la Argentina correspondió el primer lugar con 67,6 millones de dólares, le sigue Inglaterra con 62,4 millones, Alemania, con 46,3 millones, Canadá, con 40,1 millones y otros países con 20,7 millones de dólares.

Únicamente se substraer a esta tendencia general Francia que durante el año 1929, sigue acumulando oro. En el lapso considerado Francia importa de EE. UU. 2,9 millones de dólares.

La dirección del oro en los EE. UU. según se dijo, cambia substancialmente en los dos últimos meses del año, de suerte que durante ese período exporta 91,0 millones de dólares (8).

Gran parte de dicha suma se dirige hacia Francia, la que recibe 62,3 millones, Gran Bretaña 20,0 millones y Alemania 1,5 millones de dólares. Los otros países reciben a su vez 13,9 millones de dólares. Escapan a esta tendencia únicamente el Canadá y la Argentina, que vuelven a perder 3,0 millones y 3,7 millones de dólares respectivamente.

19. *La variación en la tasa de descuento del Banco de Inglaterra.*

Los efectos de las fuertes tasas que regían en el mercado norteamericano produjeron un aflujo de oro hacia ese

(7) Véase *Federal Reserve Bulletin*, enero 1930.

(8) Estas cifras difieren de la del stock, por cuanto en ella se incluye la producción local.

país, que no pudieron evitar los bancos centrales pese al esfuerzo que realizaron mediante el alza del tipo de descuento.

A simple título ilustrativo y para demostrar hasta qué punto la especulación norteamericana incidió sobre la situación bancaria europea damos a conocer las principales modificaciones producidas en el Banco de Inglaterra.

Este país sintió bien pronto la influencia del mercado neoyorquino. Así en febrero ante la pérdida de 3.000.000 de libras esterlinas exportadas hacia Nueva York, el Banco de Inglaterra aumentó su tasa de descuento del 4 $\frac{1}{2}$ al 5 $\frac{1}{2}$ %.

En el mes de marzo no hubo alternativas dignas de mencionarse, y en los meses siguientes la política del Banco de Inglaterra se vió fortalecida por la elevación de la tasa del Banco de Alemania del 6 $\frac{1}{2}$ al 7 $\frac{1}{2}$ % (9).

Entre el 7 de febrero en que se produjo la elevación susodicha y el 12 de junio el Banco de Inglaterra aumentó sus tenencias áureas, de 149,9 millones de libras esterlinas a 164,2 millones.

Gran parte de este aumento fué obtenido con la compra del oro nuevo recibido de Sud Africa.

A mediados del mes de junio se inicia un nuevo reflujo de oro. En las tres primeras semanas de junio, 8,5 millones de libras fueron exportadas a N. York y Berlín, pero a mediados del mes siguiente una nueva demanda se inicia por parte del mercado parisiense, la que persistió en el resto del año.

El drenaje que inició Francia mediante el retorno de los fondos depositados en Londres, llevó a este mercado a una posición realmente difícil. Como persistían las tasas altas en Nueva York, era de esperar que el alza en el tipo de descuento de Inglaterra no podía tardar en producirse, y si bien se hablaba del aumento en el mes de agosto la decisión recién fué tomada el 26 de septiembre en que la tasa se elevó del 5 $\frac{1}{2}$ al 6 $\frac{1}{2}$ %.

A juicio de los técnicos esa elevación fué un poco tardía ya que si se hubiese anticipado algunas semanas habría producido grandes beneficios.

Esta alza en el tipo de interés del Banco Oficial demostró que Inglaterra estaba interesada en impedir la absorción de fondos a corto plazo por el mercado neoyorquino.

(9) Véase *The Economist*, del 4 de enero de 1930, "Money in 1929", pág. 5.

Producido el colapso bursátil, la situación cambió radicalmente. Se inició un aflujo de fondos hacia Inglaterra. Se valorizó la libra y pasado el punto de oro de entrada, se inició la importación de metálico de Nueva York a Londres.

Desaparecida la situación excepcional en el mercado británico, el Banco de Inglaterra no necesitaba seguir manteniendo esos tipos de interés altos. Y así en un breve plazo redujo su tasa: del 6 $\frac{1}{2}$ al 6 % el 31 de octubre, y del 6 al 5 $\frac{1}{2}$ % el 21 de noviembre. Finalmente hubo una nueva reducción el 12 de diciembre del 5 $\frac{1}{2}$ al 5 %. Pero esta reducción no nacía como las otras de la situación creada en el mercado norteamericano.

La causa era debida simplemente a una modificación en la política del Banco de Francia para transformar la plaza de París en un mercado internacional de capitales.

Las variaciones de la tasa del Banco de Inglaterra, fueron seguidas por los principales bancos centrales de Europa.

20. *La situación actual del mercado internacional.*

En lo que va transcurrido del año 1930, prosigue la tendencia declinante en las tasas de interés. Esta facilidad de las condiciones monetarias nacidas a raíz del colapso de Wall Street, impera en todos los mercados mundiales. Pero pese a la liberalidad de las tasas de descuento, existe en los momentos presentes una situación de anormalidad internacional que es el del *receso de las actividades mundiales*.

Inglaterra por ejemplo atraviesa en estos momentos por un período de estancamiento en sus negocios.

Sus índices más significativos parecen así probarlo (10). La curva de la desocupación ha tocado uno de sus puntos más extremos. Por su parte, las compensaciones bancarias manifiestan una faz declinante a la que no se substraen tampoco los depósitos en cuentas corrientes. Este receso en la economía británica no parece explicarse por la situación de sus industrias básicas, que siguen substancialmente sanas, sino más bien por un descenso en los precios al por mayor.

Esta merma en los precios no reviste un carácter local sino es de orden general y afecta en forma intensa los productos agropecuarios cuyo menor precio se manifiesta en el

(10) *Midland Bank Limited, Monthly Review*, febrero-marzo de 1930, "The Recent Business recession". Londres.

descenso del valor de las exportaciones de los países productores de materias primas, lo que a su vez produce una disminución de su poder de compra internacional. Consecuencia de ello, es la menor demanda que hacen de productos industriales, afectando con ello la economía de los países manufactureros, que por consiguiente sienten el fenómeno de la sobreproducción, en los rubros que *prima facie* no parecían tenerlo, debido al descenso anormal en la demanda de esos productos. Es un fenómeno característico de la *Interdependencia Económica* que existen entre los países agrícolas y los manufactureros.

La suerte de los primeros debe interesar a los segundos, si éstos no quieren sufrir un receso en sus negocios. Este hecho de postración en las actividades industriales producido por la baja en el nivel de precios es un fenómeno general que no sólo afecta a Inglaterra sino también a los EE. UU., y a todos los demás países productores de artículos elaborados (11).

La situación en cierto modo es compleja. Al receso de las actividades industriales en los países manufactureros, se une el efecto pernicioso que el fuerte descenso en los precios tiene en países de producción poco variada.

Así el Brasil sufre en la actualidad las consecuencias de un desmedro considerable en el precio del café, que no ha podido ser regulado en forma satisfactoria por el Instituto Nacional de San Pablo, creado con el objeto de ordenar la oferta del producto en los mercados mundiales.

La del *café* es una crisis palpable de sobreproducción.

Asimismo otros países de Sud América sufren también crisis análogas. Bolivia por el descenso en el precio del *estaño*, y Chile por las cotizaciones poco remuneradoras del *salitre*.

La Argentina no ha podido escapar a este hecho. Si bien el descenso en los precios agrícolas ha afectado el valor de nuestras exportaciones debemos manifestar que la fuerte merma de nuestro comercio de exportación, es debido primordialmente al menor volumen físico embarcado (12).

Para solucionar esta crisis temporaria que en rigor no afecta a la potencialidad económica de los países, se proponen dos medidas:

(11) En Alemania el *Koyunkturforschung*, de Berlín, manifiesta en su último informe (febrero del 30), que prosigue el receso económico en Alemania.

(12) Véase el último informe de exportaciones de la Dirección General de Estadística de la Nación.

- a) *reducción en la producción de las materias primas* (forma en que se atenuaría paulatinamente los efectos perturbadores que sobre la baja de los precios mundiales tiene la sobreproducción) (13).
- b) *colaboración más práctica y metódica de los Bancos Centrales* en materia del movimiento del oro (a los efectos de economizarlo), ya que como hemos visto gran parte de la baja en los precios actuales se atribuye a la falta de coincidencia entre la oferta y la demanda áurea.

(13) Iniciación de esta política sería la emprendida en Estados Unidos para reducir el área sembrada para los cereales, medida que es propiciada por la Junta Agraria Federal.