



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



La política bancaria y monetaria de los Estados Unidos en la post-guerra

Broide, Julio

1935

Cita APA:

Broide, J. (1935). La política bancaria y monetaria de los Estados Unidos en la post-guerra. Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas

Este documento forma parte de la colección de tesis doctorales de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios". Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.

Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires

06

L A P O L I T I C A

B A N C A R I A Y M O N E T A R I A

D E L O S E. E. U. U.

E N L A P O S T - G U E R R A

1502

146



BIBLIOTECA

Por Julio Breide

Buenos Aires.

1935

•••

•

27906

I N D I C E

Pag.

C A P I T U L O - P R I M E R O

ESTRUCTURA Y DESARROLLO DE LA POLITICA DE CREDITO DE LOS BANCOS COMERCIALES EN LA POST-GUERRA

.....

I.-LA ESTRUCTURA Y EVOLUCION DE LOS BANCOS COMERCIALES EN LA

POST-GUERRA..... 1

1.- Caracter e importancia de las quiebras bancarias en la post-guerra..... 3

2.- Los resultados financieros de los bancos. Clasificación..... 7

3.- La Concentración bancaria de la post-guerra..... 9

4.- La legislación estadual y la evolución de los sucursales bancarias..... 11

5.- La disminución de los bancos en los Estados Unidos..... 15

II.- LA POLITICA DE CREDITO DE LOS BANCOS COMERCIALES 17

1.-La evolución económico- industrial de los EE.UU. en la post-guerra y la transformación del crédito bancario..... 18

2.- Anotaciones preliminares sobre la evolución de los préstamos e inversiones de los bancos comerciales en la post-guerra..... 21

3.- Los préstamos comerciales y concaución de títulos de los bancos nacionales..... 22

4.- Los préstamos inmobiliarios de los bancos nacionales..... 26

5.-La transformación de la cartera de los bancos nacionales. La norma del papel elegible y las prácticas del redescuento..... 27

6.- La evolución de las inversiones de los bancos nacionales en la post-guerra..... 28

7.- La importancia de la cartera de títulos públicos..... 29

8.- La evolución de las inversiones y de los préstamos en el total de colocaciones de los bancos nacionales..... 32

9.- La transformación de los bancos comerciales en bancos de inversiones..... 33

afy v

CAPITULO SEGUNDO

Pag.

LA ESTRUCTURA DEL MERCADO MONETARIO AMERICANO

.....

I.- LAS TASAS MONETARIAS	34
1.- La composición del mercado y los tipos de interés.....	34
2.- El mercado de Fondos Federales.....	38
3.- Los préstamos bancarios directos y los tipos de interés.....	38
4.- Los tipos de descuento de la Reserva, la deuda de los bancos miembros y las fluctuaciones de las tasas de interés.....	41
II.- EL MERCADO DE ACEPTACIONES BANCARIAS.....	42
1.- Concepto de la aceptación bancaria.....	42
2.- El carácter líquido de la aceptación bancaria.....	43
3.- La experiencia reciente. La iliquidez del papel.....	43
4.- La ley de Reserva Federal y el mercado de aceptaciones.....	44
5.- La clasificación de las aceptaciones bancarias.....	46
6.- La ampliación del mercado y el carácter congelado de ciertas aceptaciones bancarias.....	46
7.- La posición de la Reserva Federal en el mercado de aceptaciones.....	47
III. EL MERCADO DE TITULOS GUBERNAMENTALES.....	50
1.- El papel fiscal a corto plazo y su posición en el mercado monetario.....	50
2.- La sanción de la ley de Reserva Federal y la posición de la Tesorería.....	52
3.- El período bélico, los cambios internacionales y las transformaciones operadas en la ley de Reserva Federal.....	54
4.- Las finanzas bélicas y la actuación de la Tesorería en el mercado monetario.....	56
5.- El proceso de negociación de los títulos públicos en EE.UU....	57
6.- Los títulos públicos y su concentración en las áreas bancarias.	57



IV. EL MERCADO DE PAPEL COMERCIAL.	58
1.- Caracter y funcionamiento del mercado.....	58
2.- La posición de la tasa monetaria	59
3.- Desenvolvimiento y perspectivas del mercado.....	59
V.- EL MERCADO DE PRESTAMOS CON CAUCION DE TITULOS EN LA BOLSA DE YONQUINA.....	61

C A P I T U L O T E R C E R O

LOS BANCOS DE LA RESERVA FEDERAL .ANALISIS DINAMICO DEL SISTEMA/...

.....

I. ELEMENTOS QUE AFECTAN LA DEMANDA Y OFERTA DE CREDITO DE LA RESERVA.....	62
1. Las Existencias Metálicas...	63
2. La Moneda en Circulación....	64
3.- La Moneda de la Tesorería Federal	64
4.- El capital y reservas de los bancos del Sistema.....	65
5.- Los depósitos de los bancos extranjeros y bancos que no están afiliados a la Reserva Federal.....	65
6.- Los depósitos de los Bancos accionistas en la Reserva.....	65
II . LAS OPERACIONES TECNICAS DE LOS BANCOS DE LA RESERVA FEDERAL.....	67
III. LAS OPERACIONES DE PRESTAMOS Y DESCUENTOS DE LA RESERVA.	68
1. Disposiciones que fijan el caracter del papel elegible...	69
2. Duración de los documentos.	69
3. Fines para que se libran los papeles.....	70
4. Los adelantos con caución de títulos públicos.....	70
5. El redescuento y la ley Glass Steagall.....	71

IV. LAS OPERACIONES DE ACEPTACIONES BANCARIAS.....	73
1. La posición de la Reserva Federal en el mercado de aceptaciones.....	73
2. La opinión del Profesor Weyforth.....	74
3. La tasa de compra de las aceptaciones y el mercado monetario..	75

V.- LAS OPERACIONES DE MERCADO

ABIERTO.....	76
1. Las disposiciones legales.....	76
2. La intervención activa del Sistema en las operaciones de mercado abierto.....	79
3. La dinámica de las operaciones de mercado abierto.....	80
4. Los movimientos de oro y las operaciones de mercado abierto..	81
5. Breve reseña de la importancia y evolución de las operaciones de mercado abierto en la post-guerra	82
6. Las emisiones de mercado abierto.....	83
7. La ley Bancaria del año 1933 y las operaciones de mercado abierto	85

C A P I T U L O C U A R T O

DESARROLLO DE LA POLITICA DE CREDITO DE LA RESERVA FEDERAL EN EL PERIODO POST-BELICO (1921-1932)

.....

I . A Ñ O 1 9 2 1

1. Los préstamos comerciales, los precios y la producción.....	88
2. Los bancos de Reserva y la baja del tipo de interés.....	88
3. La baja del interés y la disminución del crédito concedido por la Reserva.....	90
4. La posición de la Reserva y las importaciones de oro.....	91
5. Las perspectivas del crédito de la Reserva a fines de 1921...	91

II. AÑO 1922

1. La expansión industrial y el alza de los precios mayoristas..	92
2. Las operaciones de mercado abierto.....	94
3. La reducción de los tipos de interés, los descuentos y las operaciones de mercado abierto.	96

III. AÑO 1923

1. El crédito del banco central y de los bancos accionistas.....	97
2. Las existencias aureas, el crédito comercial y el numerario	100

IV. LA INTERPRETACION OFICIAL DE

LA POLITICA BANCARIA Y MONETARIA

DURANTE EL BIENIO 1922-1923....	101
---------------------------------	-----

1.-La evolución bancaria del bienio 1922-23.....	101
2. Las operaciones de mercado abierto del bienio 1922-23.....	103
3. Los movimientos de metálico y el desarrollo del crédito en el bienio 1922-23.....	106

V.- BIENIO 1924-25.....	107
-------------------------	-----

1. La división del bienio en tres periodos representativos.....	107
2. El receso económico del primer semestre del año 1924 y las operaciones del Sistema.....	108
3. El crédito fácil de la Reserva y el alza de la libra esterlina.....	110
4. La Holgura monetaria y el movimiento del crédito	113
5. Terminación del crédito fácil. La venta de títulos públicos y el alza de los tipos de interés.....	115
6. Prosigue la tensión monetaria y el aumento de los préstamos especulativos.....	116
7.- El retardo en la elevación de los tipos de descuento y los mercados especulativos.....	116
8. La crítica del Profesor Beckhart a las operaciones de mercado abierto del periodo 1923-25.	117

VI. INTERPRETACION OFICIAL DE LA

POLITICA DE LA RESERVA EN EL

BIENIO 1924-25.....	118
---------------------	-----

1. Las importaciones de metálico y la situación bancaria.....	118
2. El movimiento del crédito	

3. El retorno del patrón oro en Inglaterra y el crédito otorgado por la Reserva Federal.....	119
4. Las operaciones de mercado abierto del bienio 1924-25.....	121

VII. BIENIO 1926- 27.

1. Análisis del período Enero 1926 Mayo 1927.....	122
2. Análisis del período Mayo 1927 Diciembre 1927.....	125
3. El crédito fácil y las operaciones de mercado abierto de 1927.....	125
4. El crédito fácil y la actividad especulativa.....	127
5. Factores que llevaron a la holgura monetaria de 1927.....	128
6. El crédito fácil de 1927 y la evolución del mercado interno.....	129

VIII. LA INTERPRETACION OFICIAL

DE LA POLITICA DE LA RESERVA EN EL BIENIO 1926-27.

1. El desenvolvimiento de los negocios durante el año 1926.....	130
2. La situación bancaria de 1926	130
3. Los movimientos de metálico de 1926.....	131
4. Los empréstitos externos y los fondos a corto plazo depositados en Nueva York.....	132
5. Reseña del informe oficial de la Reserva del año 1927.....	133
6. El curso de los negocios en 1927.....	134
7. La compra de títulos públicos en el mercado abierto y la baja del interés.....	135
8. Síntesis de la política de crédito del Sistema en 1927.....	136

IX . CRITICA A LA POLITICA DE CRE-

DITO FACIL DE LA RESERVA FEDERAL

DURANTE LOS AÑOS 1924 y 1927.....	137
-----------------------------------	-----

X. AÑO 1928

1. El período de tensión monetaria de Enero- Agosto de 1928.....	139
2. El desenvolvimiento de los préstamos a los corredores.....	140
3. El alza especulativa y su repercusión en el Senado nacional.....	142
4. La política de crédito fácil del período agosto -diciembre 1928.....	143
5. El crecimiento de los préstamos bursátiles y la política de la Reserva.....	145

XI LA INTERPRETACION OFICIAL	
DEL AÑO 1928.....	146
XII. AÑO 1929	
1. Primer Período (Enero - Julio de 1929. La política de persuasión bancaria.....	148
2. Los pedidos de elevación del tipo de descuento y su postergación por el Consejo de la Reserva Federal.....	150
3. La opinión del banquero Warburg sobre la política a seguir por la Reserva.....	151
4. La circular del consejo de la Reserva Federal a los bancos afiliados.....	154
5. El retardo en la elevación de los tipos de descuento La crítica.....	155
6. La política indecisa de los meses de Agosto- Octubre de 1929	155
7. El movimiento dispar de las tasas de descuento y aceptaciones y la redistribución del activo fructífero de la Reserva.	156
8. La intensificación del movimiento especulativo.....	157
9.- Caracter e importancia de los préstamos por cuenta de Otros . Su evolución.....	157
10. El pánico bursátil y el crédito fácil (octubre - diciembre 1929.....	159
XIII. LA INTERPRETACION OFICIAL	
DE LA POLITICA DEL SISTEMA DURANTE	
1929.....	162
1. La interpretación oficial de la crisis económica.....	163
XIV. EL BIENIO 1930-31	
1930.	
1. Características fundamentales del año 1930.....	166
2. Las operaciones de mercado abierto.....	166
3. La merma de las letras descontadas y la reducción de los tipos de interés.....	167
4. El crédito de la Reserva, las importaciones de oro y la moneda en circulación.....	167
5. La liquidación de los préstamos e inversiones de los bancos comerciales.....	170



XVI. AÑO 1931

1. Reseña general del año 1931	171
2. La crisis monetaria internacional y la suspensión del patrón oro en Inglaterra.....	174
3. La crisis inglesa y su incidencia en los EE.UU. Comportamiento de la Reserva Federal.....	175
4. Síntesis de la política de crédito de la Reserva durante el año 1931.....	176
5.- Los movimientos de metálico..	181

XVII. LA INTERPRETACION OFICIAL DE
LA POLITICA DEL SISTEMA DURANTE EL
BIENIO 1930-31

1.-Los créditos otorgados por la Reserva a los bancos centrales extranjeros.....	182
--	-----

XVIII. AÑO 1932

1. Reseña general del año 1932.....	183
2. Creación de la Corporación de Reconstrucción Financiera.....	187
3. La sanción de la Ley Glass-Steagall. Importancia y alcance de sus disposiciones.....	189
4. Las operaciones de mercado abierto.....	196
5. Mantenimiento del crédito fácil en el segundo semestre del año 1932. Suspensión de las operaciones de mercado abierto. Factores que la explican.....	199
6. Las nuevas emisiones de billetes de los bancos nacionales.....	199
7. Efectos de la emisión de billetes nacionales sobre la circulación general y sobre los bancos de Reserva Federal.....	200
8. La evolución del crédito otorgado por los bancos comerciales y las falencias bancarias.....	201

CAPITULO QUINTO

LA POLITICA BANCARIA Y MONETARIA DEL
PRESIDENTE ROOSEVELT. (años 1933-34)

.....

I. LA POLITICA BANCARIA

1. La crisis bancaria de 1933 y el feriado nacional.....	204
2. La ley de emergencia bancaria...	205
3. Efectos de la crisis bancaria en	

la Reserva Federal.....	206
4. La crisis bancaria y los tipos de interés.....	207
5. La reapertura de los bancos americanos.....	207
6. La ley bancaria de Junio de 1933.....	209
7. La garantía de los depósitos	210
8. Acción desarrollada por la Corporación Federal de Seguros a los Depósitos y la Corporación de Reconstrucción Financiera...	211

II. LA POLITICA DE LA RESERVA

FEDERAL EN EL AÑO 1933.

1. La situación económica del año 1933.....	212
2. La suspensión del patrón oro el crédito fácil y el deficit presupuestal	216
3. Las existencias aéreas y las operaciones de mercado abierto....	217
4. El crédito fácil y los depósitos de los bancos miembros de la Reserva.....,.....	217
5. Los préstamos e inversiones de los bancos afiliados al Sistema..	220

III. LA POLITICA DE LA RESERVA FEDERAL EN EL AÑO 1934.

1. El estado económico en 1934..	221
2. La holgura monetaria, la revaluación del dólar y las importaciones de metálico.....	222
3. Los préstamos e inversiones de los bancos miembros y la evolución de las finanzas nacionales.....	222
4. La revaluación del dólar y el aflujo aéreo.....	222
5. La suspensión de las operaciones de mercado abierto y la evaluación de los principales rubros de la Reserva.....	225
6.- Los préstamos e inversiones de los bancos miembros de la Reserva	227

I V LA POLITICA MONETARIA

1. La práctica en favor de la reducción del contenido metálico del dólar.....	228
2. El problema de las deudas y de los precios y la actitud del Presidente Roosevelt.....	230
3. Las medidas referentes al Oro...	230
4. La suspensión del patrón oro y el relato de Mr. Roosevelt.....	231
5. La opinión del Profesor Angell..	232
6. La ley inflacionista del mes de Mayo de 1933.....	233

7.- La abrogación de la cláusula aurea.....	233
8. La conferencia económica internacional de Londres y el mensaje del Presidente Roosevelt.....	234
9.- Las compras de oro en el mercado nacional e internacional...	235
10. Resultados de la política de compras de oro.....	237
11. La revaluación del oro. La ley de Reservas aureas de 1934 y los límites de la revaluación...	238
12. El fondo de estabilización y la posición de la Tesorería americana.....	239
13. La opinión del Dr. Burgess sobre la ley de Reservas Aureas de 1934.....	240
14. Las medidas referentes a la plata.....	243
15. La ratificación del acuerdo de Londres sobre la plata.....	243
16. La ley de compra de plata de Junio de 1934.....	244
17.- La nacionalización de la plata.....	245
18. Repercusión de estas medidas en el mercado interno y mundial El caso de China.....	245
19. Las operaciones de la Tesorería americana y la evolución del circulante de plata en 1934.	247

C A P I T U L O S E X T O

ANOTACIONES FINALES .

.....

I . LA LEY DE RESERVA FEDERAL DE 1913 Y LA CENTRALIZACION DE LOS ENCAJES BANCARIOS.....	248
II. LA TEORIA DEL PAPEL ELEGIBLE Y LA POLITICA DE CREDITO DE LOS BANCOS COMERCIALES.....	249
III. LAS ACEPTACIONES BANCARIAS Y LAS MODIFICACIONES BELICAS..	250
IV. EL PAPEL ELEGIBLE Y LA CAUCION DE TITULOS PUBLICOS.....	250
V. RESERVA DE LA POLITICA DE CREDITO DE LA RESERVA EN LA POSGUERRA.....	252
1. Las operaciones de mercado abierto. Su evolución.....	252
2. La política de crédito fácil del año 1924.....	253

3. La política de crédito fácil del año 1927.....	254
4. Las actividades de la Reserva en el bienio 1928-29...	254
5. Las operaciones de la Reserva con posterioridad a la crisis bursátil de 1929.....	256
6.- El fisco y la Reserva Federal.....	257
VI. LAS MEDIDAS MONETARIAS DEL PRESIDENTE ROOSEVELT Y LA SITUACION DE LA RESERVA.....	259
VII. EL PROYECTO OFICIAL DE REFORMAS BANCARIAS DE 1935.-	
VIII. EL RESTABLECIMIENTO DE LA MONEDA Y DEL CREDITO AMERICANO Y LA OPINION DE LOS HOMERES DE NEGOCIOS.....	261
IX. LA OPINION DEL GOBERNADOR DE LA RESERVA FEDERAL Y LA VUELTA A LA NORMALIDAD.....	262

.....

NOTA IMPORTANTE :

El material bibliográfico nos ha sido facilitado gentilmente por la Oficina de Investigaciones Económicas del Banco de la Nación Argentina.-

....
..



C A P I T U L O

P R I M E R O

E S T R U C T U R A Y D E S A R R O L L O D E L A
P O L I T I C A D E C R E D I T O D E L O S
B A N C O S C O M E R C I A L E S E N
L A P O S T - G U E R R A

I. L A E S T R U C T U R A Y E V O L U C I O N D E L O S
B A N C O S C O M E R C I A L E S E N L A P O S T - G U E R R A

El primer hecho que impresiona al que inicia un estudio de la situación del crédito en los EE.UU. es la existencia de un número enorme de bancos. El Sistema Federal de gobierno y la gran extensión de los EE.UU. fueron quizás algunos de los factores que facilitaron la creación de miles de bancos desparramados en todo el territorio de la República.

Los que se dediquen a hojear las estadísticas bancarias norteamericanas verán inmediatamente la existencia de bancos nacionales regidos por la Ley Federal; de bancos estatales regulados por 48 legislaciones distintas correspondientes a los diversos estados en que se divide la Unión Americana. Observarán asimismo la existencia de instituciones designadas bajo el nombre de "Compañías de Préstamos y Custodia" (Loan and Trust Company); de "Bancos de Ahorro Mutuos" (Mutual Savings Bank) *de Bancos de Ahorro por Acciones (Stock Savings Banks)* y de "Bancos Privados" (Private Banks), que como el de Morgan, han llegado a tener verdadero renombre internacional.

Pero esta multiplicidad de actividades no da una idea clara de la complejidad de la organización bancaria americana. Existe una organización nacional de crédito, conocida bajo el nombre del "Sistema de la Reserva Federal", a la que no están adheridos todos los bancos de los EE.UU.

Hasta hace muy poco tiempo los bancos nacionales eran los

únicos que estaban obligados a participar del Sistema (1). Los bancos estatales podían afiliarse a la Reserva, siempre que cumplieran los requisitos establecidos en la ley de creación de los bancos de Reserva Federal.

Esto dió lugar a la clasificación estadística de bancos miembros y bancos que no son miembros del Sistema, que ha tenido una enorme importancia en la evolución del crédito del país, como se verá más tarde al estudiarse las quiebras bancarias, que han incidido en su gran mayoría sobre los bancos estatales que no podían solicitar apoyo de la Reserva en momentos de apremio, al no haber llenado los requisitos correspondientes de afiliación.

Ultimamente con el seguro obligatorio de los depósitos se está tratando de crear una mayor uniformidad en el Sistema bancario.

Acabamos de referirnos a la diversidad de instituciones existentes en los E. U. Como es de imaginar el contralor bancario es muy distinto según se trate de un banco nacional o de un banco estatal. Si es un banco nacional corresponde el control de sus operaciones al Controlador General de la Circulación, con sede en Washington, que realiza por intermedio de contadores "ad hoc" la inspección uniforme de todos los bancos nacionales.

Pero si se trata de un banco estatal, el control se efectúa por la oficina correspondiente del mismo estado, cuyos principios de inspección difícilmente coincidirán con los establecidos en los otros estados de la Unión Americana. Existe así una enorme diversificación en el contralor de las operaciones de crédito. Si se agrega a ello que muchos estados, con el objeto de beneficiarse del establecimiento de nuevos bancos, disminuyeron los requisitos exigidos para su creación, como ser un menor capital, una menor responsabilidad de su Di-

(1). En el curso de este trabajo emplearemos indistintamente las expresiones; el Sistema, la Reserva, los Bancos de Reserva, la Reserva Federal, para expresar el nombre de Bancos de la Reserva Federal.

rectorio, y una mayor facilidad en sus operaciones bancarias, se comprenderá como esos nuevos bancos pudieron emprender operaciones de crédito arriesgadas en el período post-bélico, en contraposición con los dictados de la técnica, como se comprobó posteriormente al intensificarse la crisis y encontrarse obligados a suspender los pagos.

Es que el número exagerado de bancos dió lugar por otra parte, a la adopción de prácticas inconvenientes, que se explican por la terrible competencia entablada entre los distintos bancos locales.

Ocurrió muchas veces que el número excesivo de bancos en ciertos distritos, obligaba a muchos de ellos, a iniciar operaciones que estaban fuera de la órbita normal de sus negocios. Era menester obtener ganancias y si la demanda de crédito escaseaba, dichos bancos invertían sus disponibilidades en títulos, sin tener en cuenta el valor intrínseco de los mismos, sino su cotización bursátil, que en momentos de "boom" se encontraban como es de imaginar completamente inflados.

Estos son "grosso modo", los hechos fundamentales que explican el carácter epidémico que han revestido las quiebras bancarias en los EE.UU.

1.-CARACTER E IMPORTANCIA DE LAS QUIEBRAS BANCARIAS EN LA POST-GUERRA

El Profesor John M. Chapman, de la Universidad de Columbia, en un estudio reciente, da una serie de estadísticas sobre falencias bancarias que tienen a nuestro juicio un enorme valor ilustrativo para interpretar la evolución bancaria de la post-guerra.

Según Chapman (1), en el período post-bélico, que corre desde el 1 de Enero de 1921 hasta el 1 de Marzo de 1933, han quebrado

(1). El análisis del Profesor Chapman, se encuentra en una recopilación de estudios realizados en el Seminario de Bancos de la Universidad de Columbia durante el año universitario 1932-33, bajo la dirección de los Profesores H. Parker Willis y John M. Chapman. Esta recopilación se ha publicado en un grueso volumen que lleva el título de "THE BANKING SITUATION" american postwar problems and developments, by H. PARKER WILLIS and JOHN M. CHAPMAN, Columbia University Press, N. York, 1934. Véase el capítulo correspondiente de Chapman, denominado Bank Failures, páginas 297 a 316.-

N. 1 - EVOLUCION BANCARIA

Fecha	Número de bancos			Depósitos en millones dólares		
	Existentes en EE.UU.	Quebrados	Reabiertos	De los bancos existentes	De los bancos quebrados	De los bancos reabiertos
1922	30.812	501	60	35.849	196	17
1922	30.389	354	65	37.1876	111	36
1923	30.178	648	37	40.631	189	12
1924	29.348	776	94	43.771	213	22
1925	28.241	612	62	47.612	173	17
1926	28.146	956	149	49.726	272	61
1927	27.061	662	95	52.446	194	36
1928	26.213	491	39	54.332	139	16
1929	25.330	642	58	54.281	235	26
1930	24.079	1.345	147	55.510	365	62
1931	22.071	2.298	276	52.036	1.692	158
1932	19.163	1.456	290	42.178	716	276

en los EE.UU. 11.130 bancos que poseían depósitos por valor de 5.200 millones de dólares. El mayor descalabro ocurrió en el año 1931, en que quebraron 2.298 bancos, o sea algo más del 10,4 % de las instituciones existentes en los EE.UU. al 30 de Junio de 1931.

En el lapso Enero 1921- Marzo 1933, reanudaron sus operaciones 1.410 bancos que habían quebrado y que representaban depósitos por valor de 768 millones de dólares. Véase al respecto el cuadro N. 1.

La gran mayoría de los bancos que quebraron en el período 1921-33 tenían un capital no mayor de 25.000 dólares. En los años 1930 y 1931, hubo un aumento notable de quiebras en los bancos de mayor importancia económica, esto es, de aquellos que representaban mayores capitales y recursos. Esto indicaría según Chapman, que los bancos grandes pudieron resistir mucho más tiempo que los bancos chicos, los efectos perniciosos producidos por la depresión económica, según lo prueban las quiebras bancarias que habían adquirido un carácter epidémico muchos años antes que se insinuara la actual crisis económica.

Al rededor del 75 % de los bancos que habían suspendido sus pagos en el período 1921-1931 se hallaban situados en localidades que no tenían una población mayor de 2.500 habitantes.

Estadísticas más completas que se remontan al período 1921-29 demuestran que en dicho lapso alrededor del 70 % de las quiebras bancarias, ocurrieron en 12 estados agrícolas, y que el 41 % se circuncribió a los bancos establecidos en siete estados cerealistas del Oeste americano.-

En el mismo período quebraron 179 bancos que administraban 474 sucursales. Estos bancos tenían en momentos de decretarse la suspensión de pagos 1.056 millones de dólares en préstamos y depósitos. Buena parte de esta suma, a saber, 970 millones de dólares correspondió a las quiebras producidas en el bienio 1930-31.

Quebraron además en el período 1921-29 más de 550 bancos clasificados bajo el nombre de "bancos de grupo y cadena" (group and chain banks) que poseían 520 millones de dólares en préstamos e inversiones.-

N.2.º NUMERO DE QUIEBRAS SEGUN EL CAPITAL BANCARIO

Años	Capital inferior a 25.000 dólares.	de 25.000 a 49.000	de 50.000 a 99.000	de 100.000 a 199.000	de 200.000 a 999.000	de 1 millón y arriba	Sin discriminar	Total de quiebras
(Número de quiebras bancarias)								
1921	194	104	31	78	47	12	4	31
1922	117	85	39	53	24	15	...	21
1923	295	151	49	91	32	16	....	14
1924	319	191	55	130	61	15	....	5
1925	234	135	46	133	43	18	.....	3
1926	384	230	100	164	46	16	.....	16
1927	247	165	60	122	47	13	.....	8
1928	191	106	38	94	46	11	.....	5
1929	223	143	67	120	58	19	5	7
1930	466	296	140	221	131	70	11	10
1931	548	513	220	457	285	227	32	16

50
35
64
7
61
95
66
49
64
1.34
2.29

De las estadísticas suministradas por el Profesor Chapman, surge claramente que la mayoría de las quiebras bancarias afectaron a los bancos pequeños, que se encontraron probablemente en condiciones desventajosas para enfrentar los efectos de la crisis con su caída drástica de precios y valores de toda índole. (Véase Cuadro N. 2)

Vereamos enseguida como las quiebras bancarias por un lado y las concentraciones bancarias por otro, tendieron a reducir el número de instituciones de crédito americanas.

2.- LOS RENDIMIENTOS FINANCIEROS DE LOS BANCOS. CLASIFICACION.

Esta merma se explica también por las menores utilidades que obtuvieron los bancos pequeños, cuando se los compara con las ganancias de las grandes instituciones de crédito.

En un estudio realizado por la Reserva Federal (1), se demuestra que en el quinquenio 1926-1930, una gran mayoría de los bancos nacionales pequeños muestran déficit o ganancias netas reducidas, si se los compara con los bancos de mayor dimensión económica.

Las grandes ganancias netas se encuentran justamente entre las mayores instituciones de crédito.

En dicho estudio se analizan otros hechos que explican claramente la posición desventajosa de los bancos chicos.

Así, en las zonas agrícolas americanas, se encuentra que los bancos nacionales pequeños son los que manifiestan con mayor frecuencia pérdidas o rendimientos bajos.

Esta tendencia de los bancos chicos de resultar menos productivos o de funcionar a pérdida, se ha intensificado en las zonas agrícolas en el período 1926-1930.

Los bancos nacionales pequeños tienen mayores ganancias brutas que los bancos grandes. El hecho que los salarios, jornales

(1). Este estudio denominado Report of the Committee of the Federal Reserve System on Group, Chain and Branch Banking, se encuentra sintetizado por Mr. V.D. Kazakevich, en el libro The Banking Situation de Illis y Chapman, ya mencionado, Véase Capítulo IX, páginas 150 a 175.-

R. S. RESULTADOS FINANCIEROS DE LOSBANCOS NACIONALES

Préstamos e Inversiones de los bancos nacionales agrupados por orden de importancia	Ganancias brutas	Pérdidas netas	Ganancias netas	Capital invertido	Ganancias netas por cada 100 dól. de capital invertido
	(por cada 100 dólares de préstamos e) inversiones)				
en miles (en dólares)	(P R O M E D I O 1926-30 EN D O L A R E S)				
Men. de 150	9,18	1,69	0,02	32,87	0,08
de 150 a 250	8,06	1,33	0,50	22,71	2,06
250 a 500	7,38	1,13	0,70	19,36	3,87
500 a 750	6,99	0,91	0,98	18,29	5,61
750 a 1000	6,74	0,86	0,99	17,82	5,83
1000 a 2000	6,58	0,75	1,05	16,97	6,56
2000 a 5000	6,55	0,70	1,13	16,05	7,47
5000 a 10000	6,37	0,62	1,14	15,64	7,76
10000 a 50000	6,39	0,59	1,21	15,64	8,27
50000 y más	6,09	0,53	1,37	17,09	8,64



BIBLIOTECA

y otros gastos, son mucho mayores por cada operación realizada en un banco pequeño que en uno grande, explica que las ganancias netas aumenten con la dimensión del banco.

El bajo rendimiento neto y los deficit que sufren los bancos nacionales pequeños se deben a las grandes pérdidas y mayores gastos de funcionamiento de dichas instituciones.

Los grandes bancos nacionales acusan ganancias netas superiores que los bancos pequeños, por cada 100 dólares de préstamos e inversiones. Lo mismo ocurre con el cálculo de las ganancias netas por cada 100 dólares de capital invertido. Por otra parte, la pequeña unidad bancaria tiene una mayor capitalización por cada 100 dólares de préstamos e inversiones comparada con las grandes instituciones de crédito, según se demuestra en el cuadro N. 3.

Las conclusiones del Informe de la Reserva Federal son que los bancos pequeños requieren un monto mayor de capital y tienen mayores gastos de funcionamiento que los grandes establecimientos bancarios. Estos factores reducen las ganancias brutas si son acuitadas, o las transforman en déficit si son reducidas. En síntesis, el deficit y las ganancias insuficientes se encuentran en mayor proporción en las unidades bancarias pequeñas.

De ello surge que en las zonas agrícolas en donde se encuentran la gran mayoría de los bancos pequeños, los resultados financieros que éstos arrojan son muy poco satisfactorios.

Es claro que estos hechos no han podido dejar de influir en la disminución operada en el número de bancos. Los bancos chicos han disminuido en cantidad no solo por el fenómeno de liquidación natural como las quiebras bancarias, sino también por el fenómeno de consolidación y concentración bancaria realizada muchas veces entre distintos bancos pequeños con el objeto de evitar la suspensión de pagos.

3.- LA CONCENTRACION BANCARIA EN LA POIT-CHERRA .

El Profesor Chapman estima en 5.450 el número de fusiones y absorciones realizadas en los E.E.UU. en el lapso 1918.-1931.(1)

(1). Véase: Op.Cit. Part.III, Control, Chapter XV, Bank Mergers and Consolidations, pag. 351 a 372.

N° 4.- LA CONCENTRACION BANCARIA

Fecha	Número de fusiones bancarias	Bancos absorbidos por la fusión.		
		Número	Total de Capital	Total de Recursos
	(N ú m e r o)		(millones de dólares)	
1920	181	183	295	3.060
1921	281	292	409	3.798
1922	337	340	399	3.266
1923	325	325	524	4.354
1924	350	352	340	3.318
1925	352	356	376	3.606
1926	429	429	739	6.974
1927	543	544	801	7.403
1928	501	507	874	7.455
1929	571	575	2,420	20 .053
1930	699	698	1.695	11.598
1931	706	719	1.465	10.729

El resultado más visible de estas consolidaciones ha sido la disminución del número de bancos. En el lapso ya mencionado (1918-1931), se fusionaron en los EE.UU. 10.230 bancos. El resultado de esta concentración fué la desaparición de 5.490 bancos (Vease cuadro N. 4 .-

Si se agrega a esta cifra, la del número de bancos quebrados se tendrá una idea precisa de la transformación operada en la estructura bancaria de los EE.UU.

Este movimiento de fusión es solo una parte del movimiento más amplio de concentración que se está efectuando en el sistema bancario americano, y que ya se verifica en el mayor tamaño de la unidad bancaria y en la evolución de las sucursales bancarias.

Las prohibiciones y restricciones de establecer sucursales bancarias que rigen en ciertos estados americanos, han impedido que el proceso de fusión sirviera para vigorizar la situación bancaria de diversos distritos estadounidenses. Es difícil pensar en la conveniencia de una fusión, si el Banco fusionado no puede obtener determinada clase de negocios provenientes de la consolidación bancaria.

Las mayores fusiones bancarias se han producido en las grandes ciudades, entre las instituciones situadas dentro de la urbe.

Las principales causas que han estimulado la concentración bancaria han sido, la prevención de las quiebras bancarias; el deseo de obtener negocios de representación (trust business); el de asegurarse el funcionamiento de sucursales y el de ampliar el servicio bancario.

4.- LA LEGISLACION ESTADUAL Y LA EVOLUCION DE LAS SUCURSALES BANCARIAS .

Vese claramente como las fusiones bancarias no han adquirido en los EE.UU. la importancia ni la trascendencia de otros países, a causa de la legislación estadual restrictiva, que por un exceso de celo autonómico, ha puesto trabas de toda índole a la creación de sucursales bancarias.

Recuérdese que si Inglaterra funciona con cinco grandes bancos (the five big) ello se debe a que cada uno de estos colosos bancarios tiene desparramados en todo el territorio inglés un número enorme de sucursales. Lo mismo acontece en el Canadá, que tiene un

sistema bancario compacto formado por un número reducido de bancos dotado de múltiples sucursales.

En EE.UU. se ha hablado siempre de los inconvenientes del sistema unitario de bancos, de cuyas dificultades y tropiezos dan una idea clara las innumerables quiebras producidas en la última década.-

El sistema unitario americano caracterizado por la existencia de miles de bancos, ha sufrido una dura prueba en estos últimos años, que ha tendido a facilitar la liberalización de algunas disposiciones estatales referentes a la creación de sucursales.

Pero mientras no logre destruirse el prejuicio de que es necesario que cada localidad posea su propio banco independiente, no podrá desarrollarse el movimiento de fusión mucho más allá de los límites que le imponga la propia legislación estadual.

Justamente el deseo de fusionarse escapando muchas veces a las disposiciones legales, dió lugar a la creación del Sistema de los bancos de "grupo y cadena" (chain and group banking) que han dado resultados muy poco satisfactorios, debido a los diversos abusos cometidos en su administración.

El problema de la creación de sucursales sigue siendo de rigurosa actualidad en los EE.UU., ya que de su generalización depende fundamentalmente la transformación del sistema de bancos unitarios que impera aún hoy en dicho país.

Según Chapman (1) el número de bancos que operaban con sucursales aumentó de 476 en el año 1919 a 747 en el año 1932. El número de sucursales que llegaba a 1.082 en el año 1919 aumentó a 3.603 en el año 1929, para decrecer a 3.290 en el año 1932.

El total de recursos de los bancos que poseían sucursales ascendía en 1919 a 7.695 millones de dólares, o sea el 16,8 % del total de recursos de todos los bancos existentes en los EE.UU. En el año 1931 los recursos de los bancos con sucursales ascendían a 28.877 millones de dólares, o sea el 41,1 % de los recursos de to-

(1). Véase Op. cit. Part III, Control, Chapter XVII, Branch Banking, by John E. Chapman.

N. 5.- EL SISTEMA DE SUCURSALES

Fecha	Número de bancos	Número de Sucursales	Préstamos Y Descuen- tos.	Inver- sio- nes.	Recur- sos.
	(N ú m e r o)		(en millones de dólares).		
1920	524	1.239	5.123	2,168	9.592
1921 ,	535	1.366	5.473	2431	10.266
1922	608	1.715	5.802	3302	12.619
1923	673	2.044	7.740	3.598	14.966
1924	716	2.299,	9.063	5.009	17.878
1925	784	2.586	10.589	5.841	21.165
1926	787	2.796	11.569	6.312	22.947
1927	833	3.149	14.505	7.979	27.153
1928	844	3.307	15.232	8.409	32.030
1929	816	3.603	16.501	8.230	33.269
1930	799,	3.567	14.962	9.376	33.229
1931	737	3.375	12.185	10.078	28.877
1932	747	32 90	.....	.....	.....

dos los bancos establecidos en los EE.UU. En el año 1929 dichos recursos llegaban a 33.269 millones de dólares, o sea el 46,1 % de los recursos de la totalidad de las instituciones bancarias americanas. Véase Cuadro N. 5.-

Los recursos totales de los distintos tipos de bancos han sufrido modificaciones importantes en la post-guerra.

En efecto, en 1919, los bancos nacionales tenían el 7,93% de los recursos de todos los bancos que funcionaban con sucursales, mientras que los bancos estatales y "trust companies" poseían el 80,17% y los bancos de ahorro mutuo el 1,89 %.

En 1931, estos porcentajes habían sufrido las siguientes modificaciones: 37,00 % para los bancos nacionales, 47,69 % para los bancos estatales y "trust companies" y 15,30 % para los bancos de ahorro mutuo.

El movimiento de creación de sucursales, ha estado influenciado por las quiebras bancarias, por las fusiones y absorciones bancarias y por la imposibilidad en que se encuentran los bancos pequeños de obtener ganancias suficientes para el pago de dividendos a los accionistas.

Dice Chapman en la parte final de su estudio que tanto las leyes nacionales como estatales han sufrido modificaciones progresivas tendientes a favorecer el establecimiento de sucursales en la Unión americana. Estas modificaciones se insinúan desde el año 1927, y se muestran no solo en los cambios producidos en la ley de bancos nacionales, sino también en diversas leyes estatales que han autorizado la creación de sucursales bajo ciertas y determinadas condiciones.

Se refiere enseguida el profesor Chapman, a los beneficios que reporta el sistema de sucursales bancarias que son el de una mayor movilidad, disponibilidad y accesibilidad del crédito bancario; el de una mayor diversificación de los préstamos y descuentos; el de una mayor seguridad de los fondos depositados y el de un tipo menor de interés para los préstamos. Después de mencionar los fundamentos en que se basan los que se oponen al establecimiento de un sistema bancario de sucursales, entre los que cabe mencionar el de

que el régimen de sucursales no es americano; que tiende a la creación de un monopolio bancario; que crea mayores dificultades en el examen y contralor bancario, que produce un drenaje de fondos de los centros locales a los grandes centros metropolitanos y que reporta la eliminación del vínculo personal existente entre el banquero y su clientela, dice el Profesor de la Universidad de Columbia que el desprestigio reciente del sistema unitario de bancos, exteriorizado en las quiebras reiteradas de la última década ha aumentado grandemente el interés por las sucursales, según se verifica en el cambio operado en la legislación estatal, que tiende a facilitar la instalación de mayor número de sucursales.-

5.-LA DISMINUCION DE LOS BANCOS EN LOS EE.UU.

De todo lo dicho surge con claridad que las quiebras y fusiones bancarias, han tendido a reducir el número de bancos americanos, que pasan de 30.812 en el año 1921 a 19.163 en el año 1932, o sea la desaparición de 11.649 bancos en el plazo de 13 años (véase cuadro N. 1).-

Veremos al estudiar la crisis bancaria de 1933, como el número se reduce aún más a raíz del cierre definitivo de muchos establecimientos de crédito.-

En el año 1932, esos 19.163 bancos poseían un capital de 8.093 millones de dólares y recursos por valor de 57.245 millones de dólares, según puede verse en el cuadro N. 6.-

Que la reducción en el número de bancos ha sido a expensas de los establecimientos de dimensión más reducida lo demuestran las siguientes cifras harto significativas.

Mientras el número de bancos se ha reducido de 30.812 en el año 1921 a 19.163 en el año 1932, el promedio del capital que tenían asignado, se ha elevado de 206.000 dólares en 1921 a 422.000 dólares en 1932, y el promedio de los recursos de 1.612.000 dólares en 1921, a 2.987.000 dólares en 1932. Esta expansión de los capitales y recursos producida en circunstancias de reducirse el número de bancos, explicaría como la relación existente entre el promedio del capital y los recursos de todos los bancos establecidos en el país, solo haya disminuido del 7,83 % en 1921 al 7,08 % en 1932.-

N. 6 .- CLASIFICACION DE LOS BANCOS

EXISTENTES EN LOS E.E.UU. EN 1932.

Clase de Bancos	Número	Capital	Recursos.
		(en millones dólares).	
Bancos Nacionales	6.150	3.131	22.368
Bancos Estadales	10.455	1.460	9.479
Clas. de Préstamos y Operaciones de Custodia	1.235	2.362	13.119
Bancos de Ahorro Mutuo.....	594	1.043	11.134
Bancos de Ahorro por acciones.....	502	87	1.090
Bancos Privados..	227	10	55
TOTAL	<u>19.163</u>	<u>8.093</u>	<u>57.245</u>

Si se compulsan las estadísticas en que se clasifica el número de los bancos nacionales y estatales, según la importancia del capital, se verifica que la disminución de bancos ha incidido especialmente sobre las instituciones chicas.

En efecto, el número de bancos estatales y nacionales con un capital inferior a 50.000 dólares, se ha reducido de 17.034 en el año 1920, a 11.687 en el año 1930, o sea una disminución de 5.347 bancos, mientras que los que poseían un capital superior a 50.000 dólares, redujeron su número en 672 unidades, al pasar de 11.851 bancos en 1920 a 11.179 bancos en 1930.

Todas estas cifras indicarían que los negocios bancarios han tendido en cierto modo a concentrarse en los EE.UU. como lo probaría la proporción que representan los préstamos e inversiones de los 20 bancos más grandes de los EE.UU. respecto al total de préstamos e inversiones del conjunto de bancos. Esta proporción se ha elevado del 13,8 % en el año 1920 al 27,3 % en el año 1931 (1).

En síntesis, puede decirse que no obstante predominar aún hoy el banco chico, este tiende a disminuir para dar lugar a los establecimientos de mayor importancia.

Buena parte de las instituciones bancarias, se encuentran aún hoy establecidas en las ciudades pequeñas, mientras más de la mitad de los negocios bancarios se encuentran localizados en las ciudades más populosas y más de la cuarta parte de dichas actividades se encuentran circunscriptas a los 20 bancos más grandes del país.

II. LA POLITICA DE CREDITO DE LOS
BANCOS COMERCIALES

Esta transformación en la estructura y en la actividad bancaria, tiene su razón de ser en las importantes modificaciones de orden económico-industrial operadas en los EE.UU. durante la última década, que al transformar y divertir la demanda y el carácter del crédito bancario, no solo han producido los cambios que aca-

(1). Véase : Op.Cit. Capítulo VIII, Present Position of the Banking System of the United States, páginas 121 a 157.-

bancos de estudiar, sino que también han afectado la política bancaria exteriorizada en la evolución significativa de las colocaciones bancarias.-

1.- LA EVOLUCION ECONOMICO -INDUSTRIAL DE LOS EE.UU. EN LA POST-GUERRA Y LA TRANSFORMACION DEL CREDITO BANCARIO.-

En un estudio realizado en 1932 por el "National Industrial Conference Board" sobre la situación bancaria, se explicaba claramente las modificaciones económicas producidas en la Unión americana que habían traído un cambio fundamental en la demanda del crédito bancario. (1).

Según el "National Industrial Conference Board" el primer hecho que merece destacarse, es el de la concentración a partir del año 1920, de la actividad comercial e industrial en grandes corporaciones. Las fusiones y concentraciones económicas efectuadas en la post-guerra, han tendido a una acumulación de bienes sumamente grande.-

Mientras en el período 1922-28, la riqueza de los EE.UU. creció a un ritmo anual del 2 %, la riqueza de 200 corporaciones, que controlaban en el año 1928, el 34,1 % de la riqueza comercial del país, y el 19,4 % de la riqueza nacional, aumentaba a un ritmo anual del 6,3%.

Este desenvolvimiento trajo la desaparición gradual de las pequeñas empresas que se encontraban en posición desventajosa para competir con las grandes instituciones en las conquistas de los mercados. Tal acontecimiento tuvo enorme importancia bancaria, puesto que mientras los pequeños comerciantes e industriales recurrían al banco local para obtener un crédito, las grandes corporaciones se dirigían a los mercados monetarios centrales para hacerse de fondos con la emisión de títulos.

Bandieron así a desaparecer los pequeños prestatarios de los bancos locales.-

(1). Véase: THE BANKING SITUATION IN THE UNITED STATES, published by The National Industrial Conference Board, Inc. New York, 1932, Chapter III, Changing Functions of Banks, páginas 94 a 101.-

Dichos bancos se vieron entonces en posesión de disponibilidades que ya no encontraban la colocación acostumbrada dentro de su clientela normal.

Otro hecho que afectó la demanda de crédito bancario, fué el cambio producido en las prácticas comerciales respecto a las existencias de mercaderías. Con anterioridad al año 1920, era común el mantenimiento de grandes existencias de artículos, que se financiaban parcialmente con crédito bancario, lo que resultaba conveniente ante la tendencia alcista de los precios.

Pero en los años de la post-guerra cambiaron esas prácticas, al conservarse solamente los stocks necesarios para el movimiento normal de los negocios, lo que produjo una disminución apreciable del crédito requerido para mantener esas existencias.

Otro elemento que tendió a reducir la demanda de crédito bancario fué la política seguida por las grandes corporaciones, que dejaron de acudir a los bancos, al financiar sus necesidades con sus propias ganancias, o con la emisión de títulos en el mercado bursátil. Las estadísticas mostraron bien pronto como las grandes corporaciones se expandían sin necesidad de recurrir al crédito bancario. En efecto, desde el año 1922 hasta el año 1928, el promedio del activo exigible de 729 corporaciones aumentaba de 11,7 millones de dólares a 15,5 millones de dólares, mientras que el promedio del préstamo bancario disminuía de 929.000 dólares a 582.000 dólares.

Sostiene el informe del "Industrial Conference Board", que los bancos ante la imposibilidad de emplear comercialmente sus fondos disponibles, empezaron a colocar una gran proporción de su efectivo en títulos y en préstamos a la vista en Nueva York (call loans) facilitando en esa forma la política de las corporaciones que financiaban sus necesidades con la colocación de títulos.

En consecuencia, los bancos no tuvieron ningún inconveniente en financiar las compras de títulos de su clientela, que adquirieron en los años siguientes un enorme desarrollo. Se produjo así un círculo vicioso, que iniciado con la política seguida por las grandes corporaciones, prosiguió con el aumento de los préstamos bursátiles, que al insuflar crédito bancario en los mercados de capita-

les , propendió a que las corporaciones disminuyeran sus préstamos bancarios.

Otro acontecimiento que transformó la situación de los bancos fué el desarrollo extraordinario de las ventas a plazo, que iniciadas por las grandes corporaciones con el fin de aumentar sus ventas, fué continuada por las corporaciones financieras de consumo que aceptaban el papel firmado por el consumidor y endosado por el distribuidor de las mercancías. Este documento al que se le agregó el endoso de la respectiva corporación sirvió para obtener préstamos de los bancos comerciales, no obstante que los bancos de Reserva no lo consideraban elegible para el redescuento. No debe extrañar entonces que dicho papel desmejoró visiblemente la cartera de aquellos bancos que lo habían descontado, al no poder convertirse en dinero efectivo en el Banco Central en momentos de apremio.

Ante la falta de demanda del crédito comercial, los bancos aumentaron asimismo sus préstamos inmobiliarios, afectando en forma apreciable la liquidez de sus carteras.

A todos estos hechos de enorme importancia, debió agregarse según el estudio del "Industrial Conference Board" , aquellos otros que afectaron a los bancos rurales, como ser el enorme aumento de la deuda hipotecaria rural que había crecido en un 20 % en el periodo 1920-28. Este acrecentamiento de la deuda hipotecaria, debía perturbar la situación del banco rural, que vio congelarse una parte de sus préstamos agrícolas.

Incidieron también en la situación de los bancos rurales, los cambios tecnológicos producidos en el trabajo agropecuario. El mayor uso de máquinas, hizo que muchos agricultores/^{las}adquirieran a crédito. La financiación de estas compras se hacía directamente con la empresa vendedora en lugar de hacerlo por intermedio del banco local. La existencia de una deuda de esta naturaleza y las dificultades de satisfacerla ante la desmejora incesante de los precios agrarios, hizo aún más difícil el pago de las obligaciones bancarias del agricultor, incurridas para realizar sin inconvenientes el levantamiento de las cosechas.-

La creciente negociación de los productos agropecuarios por las organizaciones cooperativas tornó aún más difícil la situación de los bancos locales, al recurrir dichas cooperativas, toda vez que necesitaban crédito, a los Bancos de Crédito Intermediario, o a los grandes centros financieros, en donde negociaban sus aceptaciones.

De esta suerte desapareció de las carteras de los bancos rurales el mejor papel agrícola. Por otra parte, el mejoramiento de los caminos, y el uso cada vez más intenso del automóvil, hizo que el agricultor se pusiera en contacto directo con los mercados urbanos y acudiera a sus banqueros en detrimento del banquero rural.

De la competencia entre ambos, sacó la peor parte el banquero rural que vió desaparecer paulatinamente el grueso de los negocios que normalmente estaba acostumbrado a realizar.-

2.- ANOTACIONES PRELIMINARES SOBRE LA EVOLUCION DE LOS PRÉSTAMOS E INVERSIONES DE LOS BANCOS COMERCIALES EN LA POST-GUERRA.

Acabamos de estudiar los factores fundamentales que tendieron a transformar las actividades de los bancos comerciales en la post-guerra.

Esta transformación, manifestada en una disminución de la demanda de préstamos comerciales, fué suplida por la dilatación de los otros rubros del activo bancario que permitieron el crecimiento del volumen total de crédito de dichas instituciones.

Es esta justamente la consideración que hace el Doctor R. W. Goldschmidt, cuando en un libro reciente sobre el cambio estructural de la banca americana sostiene que en la post-guerra el crédito adicional otorgado por los bancos comerciales, fué utilizado en la expansión de los préstamos bursátiles e inmobiliarios y en la dilatación de las inversiones, que adquirieron una posición preponderante en detrimento de los préstamos comerciales. El desarrollo de estos acontecimientos transformó la cartera de la banca comercial, que perdió la liquidez que debe mantener un banco de depósitos y descuentos. (1).

Es sabido por ser un principio elemental de la ciencia bancaria, que un banco de depósitos y descuentos, cuyas exigibilidades son a corto plazo, debe efectuar sus colocaciones por períodos

(1). Véase THE CHANGING STRUCTURE OF AMERICAN BANKING by R.W. Goldschmidt, London 1933, pag. 33 y siguientes.

similares de tiempo, para evitar que un retiro de depósitos, no pueda ser satisfecho debido a la dificultad de liquidar los préstamos a largo plazo.-

Que esta consideración no fué tomada en cuenta en los E.E.U.U. lo demuestre la transformación de los bancos comerciales en verdaderos bancos de inversiones.

Mientras que los préstamos comerciales de todos los bancos americanos disminuyeron de 19.500 millones de dólares en el año 1920 a 10.200 millones de dólares en el año 1932, los demás rubros del activo bancario acusaron alzas substanciales que lograron neutralizar dicha merma.-

En efecto, los préstamos con caución de títulos pasaron de 6.400 millones de dólares en 1920, a 7.200 millones de dólares en 1932, los préstamos inmobiliarios de 5.000 millones de dólares a 10.700 millones de dólares y las inversiones de 11.400 millones de dólares a 18.200 millones de dólares en los años ya mencionados.

En esta forma, debido a los aumentos producidos en los préstamos bursátiles, inmobiliarios y en las inversiones bancarias, se logró aumentar el activo fructífero de los bancos comerciales de 42.300 millones de dólares en el año 1920, a 46.300 millones de dólares en el año 1932, no obstante la merma ya mencionada en los préstamos comerciales.-

Hecho este análisis preliminar nos corresponde estudiar ahora la evolución de los principales rubros del activo bancario.-

3.-LOS PRÉSTAMOS COMERCIALES Y CON CAUCION DE TITULOS DE LOS BANCOS NACIONALES.-

A tal fin realizaremos el estudio de la cartera de los bancos nacionales, de la que se posee la mejor información estadística(1).

El primer hecho que llama la atención al efectuar el análisis de los préstamos de los bancos nacionales, es la evolución del papel comercial con endoso (sin garantía) al adelanto garantizado.

En efecto, mientras la participación de los préstamos sin garantía en el total del crédito otorgado por los bancos nacionales

(1). En este comentario de la cartera de los bancos nacionales seguimos el estudio estadístico de V.D. Kazakevich, denominado The Balance Sheet Situation y publicado en The Banking Situation.

N. 7 - CLASIFICACION DE LOS PRESTAMOS DE LOS BANCOS NACIONALES

Fechas	Distribución de los Préstamos.		Préstamos garantizados con:		Préstamos elegibles para el redescuento en la Reserva.
	Préstamos sin garantizar.	Préstamos garantizados.	Mercancías certificados de depósitos, etc.	Acciones y bonos	
	(% sobre el conjunto de préstamos).				
1920	61,1	37,7	13,1	22,9	(2)
1921	60,3	38,2	13,9	22,5	(2)
1922	57,6	41,4	12,3	25,9	(2)
1923	58,5	40,9	11,7	25,2	30,2
1924	57,3	41,7	11,3	25,9	29,6
1925	54,1	44,6	10,8	28,9	26,9
1926	53,1	43,8	10,9	30,1	26,1
1927	49,8	49,4	9,9	31,8	24,1
1928	46,9	52,0	9,7	33,8	21,6
1929	(1)	(1)	(1)	34,6	20,1
1930	(1)	(1)	(1)	37,8	18,3
1931	(1)	(1)	(1)	35,4	16,4
1932	(1)	(1)	(1)	32,9	16,0

(1). No se poseen las cifras por haberse interrumpido la clasificación establecida en el cuadro.

(2). No hay datos.

N. 8. CLASIFICACION DE LOS PRESTAMOS INMOBILIARIOS

Años	Bancos Nacionales	Bancos Comerciales Estaduales	Compañías de Prestamos y Custodia.	Bancos de Ahorro por acciones.	Bancos de Ahorro Mutua.	Bancos Privados	Conjunte de Bancos
	(% sobre el conjunto de prestamos).						
1921	5,9	31,2	10,3	0,5	51,8	0,3	100,0
1922	10,6	31,4	14,1	16,4	26,9	0,6	100,0
1923	9,2	6,6	12,8	16,5	54,7	0,2	100,0
1924	14,3	7,1	18,9	0,7	58,8	0,2	100,0
1925	31,1	15,5	38,2	1,8	17,1	0,3	100,0
1926	26,4	22,7	24,4	1,0	25,3	0,2	100,0
1927	18,2	18,6	17,6	13,0	32,4	0,2	100,0
1928	20,1	19,5	17,2	10,6	32,4	0,2	100,0
1929	13,6	16,4	13,4	5,4	51,0	0,2	100,0
1930	14,1	15,5	12,5	4,9	52,8	0,2	100,0
1931	15,6	14,4	12,4	0,9	56,5	0,2	100,0
1932	16,2	11,2	12,5	0,7	59,3	0,1	100,0

N. 9.- LOS PRESTAMOS INMOBILIARIOS DE LOS BANCOS NACIONALES

Años	Prestamos Inmob. sobre:			% s/.Conjunto de Prestamos.			Bancos Nacionales			Prest. Inm. Cap. y Res. %	Prest. Dep. P %
	Tierras Agrícolas.	Otros Bienes Raíces	Total	de Tierras Agrícolas	Otros Bienes Raíces	Total de Prestamos Inmobiliarios.	Prestamos Inmobiliarios.	Capital y Reservas	Depositos a Plazo		
	(en miles de dolares).			%	%	%	(en millones de dólares.			%	%
1920			229.829			1,7	230	2.211	3.486	10,4	6,6
1921	159.836	120.040	280.237	1,3	0,9	2,3	280	2.300	3.678	12,2	7,6
1922	209.101	162.292	371.391	1,9	1,4	3,3	371	2.356	4.075	15,8	9,1
1923	246.624	216.113	462.757	2,1	1,8	3,9	463	2.400	4.687	19,3	9,9
1924	245.162	289.975	535.137	2,0	2,4	4,5	535	2.415	5.159	22,2	10,4
1925	255.880	380.918	636.798	2,0	3,0	5,0	637	2.488	5.812	25,6	11,0
1926	252.083	473.369	725.452	1,9	3,5	5,4	725	3.079	6.179	23,5	11,7
1927	305.213	757.316	1062.529	2,2	5,4	7,6	1.063	2.731	7.316	38,9	14,5
1928	325.125	960.790	1285.915	2,1	6,3	8,5	1.286	3.014	8.297	42,7	15,5
1929	308.785	1104.220	1413.005	2,1	7,5	9,5	1.413	3.106	8.317	45,5	17,0
1930	296.970	1176.031	1473.001	2,0	7,9	9,9	1.473	3.335	8.753	44,2	16,8
1931	304.824	1280.599	1585.423	2,3	9,7	12,0	1.585	3.182	8.580	49,8	18,5
1932	299.794	1317.487	1617.281	2,9	12,8	15,7	1.617	2.828	7.266	57,2	22,3

se reducía del 61,1 % en el año 1920, al 46,9 % en el año 1928, los préstamos garantizados aumentaban del 37,7 % al 52,0 % en los años mencionados.

Se entiende en la terminología bancaria americana, como préstamo garantizado, al que está respaldado por títulos o bonos de diversa índole, y por préstamo sin garantía al que se conoce bajo el nombre de préstamo a una o más firmas el que reviste generalmente un carácter típicamente comercial.

Los préstamos de los bancos americanos no están solamente respaldados por títulos y bonos, sino también por mercaderías, certificados de depósitos o cualquier otro documento que conceda la propiedad de la garantía.

Cabe decir aquí que esta última clase de préstamos ha ido perdiendo importancia en la banca estadounidense, que ha favorecido en forma notoria la concesión de préstamos con caución de valores bursátiles. Mientras que la proporción en el volumen total de crédito de los bancos nacionales, de los préstamos garantizados con mercaderías ha disminuido del 13,1 % en 1920 al 9,7 % en 1928, la de los préstamos con caución de títulos ha aumentado del 22,8 % en 1920, al 33,8% en 1928. (1). Véase el cuadro N. 7.

4.- LOS PRÉSTAMOS INMOBILIARIOS DE LOS BANCOS NACIONALES.

Otra modificación sumamente interesante observada en la cartera de los bancos nacionales es el fuerte aumento producido en los préstamos inmobiliarios. Mientras que en el año 1921, los bancos nacionales poseían solo el 5,9 % del total de préstamos inmobiliarios concedidos por todos los bancos existentes en los EE.UU. en el año 1932 esa proporción se elevaba al 16,2 %.(Véase el cuadro N. 8). Es que el aumento de estos préstamos en los bancos nacionales ha sido realmente extraordinario en el período postbélico, al pasar de 230 millones de dólares en el año 1920 a 1.617 millones de dólares en el año 1932.

Esta fuerte participación de los bancos nacionales, en una actividad tan especulativa, debía afectar forzosamente la liquidez de sus carteras.

(1). La importancia estadística de los préstamos con caución de títulos no ha disminuido en los años siguientes al mencionado.

Un breve cálculo mostrará la verdad de esta afirmación. Bastará así relacionar el volumen de préstamos inmobiliarios, con el monto de depósitos a plazo, que son los que por su movimiento menos intenso pueden compararse con estas colocaciones ilíquidas del punto de vista de un banco de depósitos, para verificar que la relación entre los préstamos inmobiliarios y los depósitos a plazo, se eleva para los bancos nacionales del 6,6 % en el año 1920 al 22,3 % en el año 1932. (Véase cuadro N. 9).

Estos dos porcientos explican porque los bancos comerciales se encontraron en una posición ilíquida, tan pronto como se inició el derrumbe de precios en el mercado inmobiliario.

De las cifras escogidas que acabamos de citar surge claramente que la cartera de los bancos nacionales ha sufrido una modificación substancial en el periodo post-bélico.

Esta modificación se ha exteriorizado en la evolución del papel endosado (sin garantía) al papel garantizado, que ha revestido generalmente la forma de préstamos con caución de títulos y acciones y de préstamos inmobiliarios.

En esta forma, ha ido disminuyendo el volumen de los préstamos sin garantía, formado por el papel comercial a una o más firmas, que constituye como es sabido la forma tradicional del crédito comercial. La preponderancia adquirida por los préstamos con caución de valores bursátiles, se verifica asimismo en la disminución de los préstamos con garantía de mercancías, según se ha tenido ocasión de ver más arriba . Puede decirse en resumen, que los bancos comerciales americanos han efectuado colocaciones impropias del punto de vista técnico en los años de la post-guerra, según se demuestra en la enorme importancia asumida por los préstamos bursátiles e inmobiliarios que alcanzaban en 1932 a la mitad del total de préstamos.-

5.- LA TRANSFORMACION DE LA CARTERA DE LOS BANCOS NACIONALES. LA MERMA DEL PAPEL ELEGIBLE Y LAS PRACTICAS DEL REDESCUENTO

La declinación consiguiente del papel elegible tiene una enorme trascendencia, al permitir comprender, porque cuando se

intensificó la crisis, fueron modificadas las disposiciones de redescuento que hicieron posible que la ayuda de los Bancos de Reserva Federal se realizara teniendo en vista la evolución de las carteras de los bancos nacionales, que eran las únicas instituciones que estaban obligatoriamente adheridas al Sistema, en los momentos más críticos del colapso bancario.

Recuérdese a este respecto que los creadores del Sistema de la Reserva Federal, sostuvieron la necesidad de que éste redescantara solamente el papel comercial que le llevaran los bancos afiliados.

La evolución de la cartera de los bancos nacionales en la post-guerra, no ha respondido a estos principios, según se verifica por estos guarismos: en 1923 solo se podía llevar al redescuento el 30,2 % del total de préstamos de los bancos nacionales, mientras que en 1932 esa proporción se había reducido al 16,0 %. (Véase Cuadro N. 7).

6.- LA EVOLUCION DE LAS INVERSIONES DE LOS BANCOS NACIONALES EN LA POST-GUERRA.

Ya hemos dicho al comienzo de este ^{sub-}capítulo que los bancos americanos habían suplido la merca de los préstamos comerciales, con el aumento de los préstamos bursátiles e inmobiliarios y la expansión de las inversiones.

Para un comentario objetivo de esta dilatación de las inversiones, seguiremos utilizando las cifras de los bancos nacionales, que por ser las más completas, nos permitirán conocer claramente dicha evolución. Cabe decir aquí por otra parte, que esos guarismos son de un enorme valor representativo y muestran la tendencia de los otros bancos americanos de modo tal que de su análisis surgirá la tendencia del conjunto de bancos.

Mientras que las inversiones de la totalidad de bancos existentes en los E.E.UU. habían aumentado de 11.387 millones de dólares en 1920 a 18.223 millones de dólares en 1932, las de los bancos nacionales habían crecido de 4.187 millones de dólares en 1920 a 7.197 millones de dólares en 1932, o sea un aumento de 3.010 millones de dólares.

Este crecimiento de las inversiones de los bancos naciona-

les , se debía principalmente a los aumentos de la cartera de títulos gubernamentales de 2.270 millones de dólares en el año 1920 a 3.353 millones de dólares en el año 1932, así como a los aumentos operados en los títulos estatales y municipales que pasaron de 338 millones de dólares en 1920 a 1.031 millones de dólares en 1932, a los títulos ferroviarios que crecieron de 416 millones de dólares a 653 millones de dólares y a los títulos de las empresas de servicios públicos que se elevaron de 283 millones de dólares en el año 1920 a 684 millones de dólares en el año 1932.

Es interesante conocer ahora la participación que corresponde a cada uno de estos papeles en el conjunto de inversiones de los bancos nacionales.

Los títulos norteamericanos (excluyendo los papeles públicos del gobierno americano) aumentan su participación en el conjunto de inversiones de los bancos nacionales del 40,1 % en el año 1920 al 48,6 % en el año 1932.

La distribución de estos títulos en la cifra global de inversiones es la siguiente: los títulos municipales y estatales que absorbían en 1920 el 8,1 % del conjunto de inversiones, aumentaban esa proporción al 14,3 % en el año 1932; mientras que los títulos ferroviarios disminuían su participación del 9,9 % en 1920 al 9,1 % en 1932; los títulos de las empresas de servicios públicos la aumentaban del 6,8 % en 1920 al 9,5 % en 1932, y los títulos diversos no clasificados crecían a su vez del 7,4 % al 9,5 % en las fechas mencionadas. (Véase cuadro N. 10).

7.- IMPORTANCIA DE LA CARTERA DE TITULOS PUBLICOS .

Acabamos de ver que en el año 1932, el 48,6 % de las inversiones totales estaban representadas por títulos nacionales de origen privado. En la misma fecha los títulos públicos nacionales absorbían el 46,6 % de las inversiones conjuntas . El remanente , a saber, 4,8 % representaba los títulos de las entidades públicas y privadas extranjeras en poder de los bancos nacionales.

Estos guarismos muestran la enorme importancia que tienen los títulos gubernamentales en la cartera de los bancos nacionales. Dichos títulos absorbían en el año 1920, el 54,2 % de las inversiones

N. 10.- INVERSIONES DE LOS BANCOSNACIONALES

Fecha	Títulos americanos exclusivos del gobierno	Títulos del gobierno americano	Bonos estatales municipales y de condado.	Bonos ferroviarios	Otros bonos de entidades de servicio público.	Bonos Diversos.
-------	--	--------------------------------	---	--------------------	---	-----------------

(% sobre el Conjunto de Inversiones).

1920	40,1	54,2	8,1	9,9	6,8	7,4
1921	44,8	50,2	9,8	10,1	6,9	8,8
1922	44,4	50,1	9,1	10,7	7,0	9,3
1923	42,0	53,1	7,9	9,9	6,7	10,3
1924	46,6	48,3	9,8	11,2	7,7	11,2
1925	49,4	44,3	10,4	11,8	8,6	12,2
1926	51,4	42,3	11,1	10,8	9,3	13,2
1927	52,7	40,6	11,6	10,3	10,1	14,2
1928	51,9	40,5	11,8	9,5	10,4	14,4
1929	50,5	42,1	11,4	8,9	10,4	13,2
1930	52,4	40,0	11,5	9,6	11,4	12,9
1931	51,4	42,4	13,0	9,4	10,8	11,6
1932	48,6	46,6	14,3	9,1	9,5	9,5

N. II.- PRESTAMOS E INVERSIONES DE LOS
BANCOS NACIONALES

Fecha	Préstamos	Inversiones
(% sobre el conjunto de préstamos e inversiones		
1920	76,5	23,5
1921	74,9	25,1
1922	71,1	28,9
1923	70,0	30,0
1924	70,0	30,0
1925	68,9	31,1
1926	69,7	30,3
1927	68,6	31,4
1928	67,9	32,1
1929	69,0	31,0
1930	68,4	31,6
1931	63,2	36,8
1932	58,8	41,2

totales, disminuyen al 46,6 % en el año 1932, y vuelven a crecer fuertemente en los meses que corren de la Presidencia Roosevelt. (Véase Cuadro N. 10).

Mr. V. D. Kazakevich del Seminario de Bancos de la Universidad de Columbia de Nueva York (1), atribuye el enorme interés que tienen los bancos nacionales de adquirir los títulos públicos del gobierno americano a las modificaciones introducidas durante la guerra a la ley de Reserva Federal.

En efecto, en el año 1916 se modificó la ley de Reserva Federal en el sentido de autorizar a los bancos miembros a descontar sus propios pagarés, siempre que estuvieran garantizados por títulos oficiales. Esta autorización hizo que los bancos nacionales juzgaran conveniente la adquisición del papel fiscal que no venderían en el mercado abierto en momentos de apuro, al poder utilizarlo como garantía de sus propios pagarés para obtener las sumas necesarias de la Reserva Federal, mediante operaciones de redescuento.

Sostiene Mr. Kazakevich que según la teoría ortodoxa, los bancos comerciales deben tener las inversiones sumamente diversificadas. El hecho que cerca de la tercera parte de las inversiones de los bancos nacionales se encuentren en títulos públicos, explica la dependencia de estos bancos en la Reserva, la que concebida como un banco central de papel comercial, ha debido cambiar de orientación, para proveer de un mercado a dichos títulos públicos, mediante las prácticas de redescuento o de mercado abierto.

8.- LA EVOLUCION DE LAS INVERSIONES Y DE LOS PRESTAMOS EN EL TOTAL DE COLOCACIONES DE LOS BANCOS NACIONALES.-

En el período post-bélico se observa un ascenso sumamente marcado en las inversiones de los bancos nacionales. Mientras que en 1920, dichas inversiones representaban solo el 23,5 % del total de colocaciones de los bancos nacionales, en 1932, ellas llegan al 41,2 %. Los títulos públicos ocupan un papel descollante en esta expansión al pasar en el año 1920 de una proporción del 12,8 % sobre

(1). Véase :Op. Cit. Chapter XXIV, The Balance Sheet Situation, pag. 574.-

el total de préstamos e inversiones de los bancos nacionales a una del 19,2 % en el año 1932. (Véase Cuadro N. 11).

Estas cifras muestran en forma intergiversable que los bancos nacionales se transformaron en el período postbélico de bancos comerciales en bancos de inversiones.

9.-LA TRANSFORMACION DE LOS BANCOS COMERCIALES EN BANCOS DE INVERSIONES.

Dicha transformación se debe exclusivamente a los cambios producidos en la cartera bancaria que ha visto disminuir el papel comercial (pagarés con endoso) y aumentar el papel garantizado con valores bursátiles e inmobiliarios, volcándose en esta forma la actividad de los bancos nacionales, de las transacciones líquidas a las operaciones de realización más difícil.

F. V. Kazakevich sostiene que en el período post-bélico la Reserva Federal ha sido cada vez menos utilizada para las transacciones comerciales, y que la ligazón que mantiene el Sistema con los bancos miembros a través del redescuento del papel comercial es cada vez más débil.

Las estadísticas compiladas en el Seminario de Bancos de la Universidad de Columbia demuestran en forma categórica que los bancos nacionales tienen una proporción cada vez menor de papel elegible para el redescuento, según lo demuestran los guarismos del año 1932, que establecen que del conjunto de préstamos de los bancos nacionales solamente podría utilizarse la sexta parte para el redescuento en la Reserva Federal.

La cartera de los bancos nacionales ha perdido pues su carácter comercial. En el año 1932 sola la cuarta parte de las colocaciones de los bancos nacionales estaba formada por préstamos comerciales. El 75 % restante estaba constituido por las inversiones y los préstamos con garantía de valores bursátiles e inmobiliarios.-

.....

//////

60

.....

LA ESTRUCTURA DEL MERCADO
MONETARIO AMERICANO

.....

El estudio del Capítulo primero nos ha permitido conocer la evolución operada en la estructura y en la política de crédito de los bancos americanos en el período post-bélico.

Nos corresponde ahora entrar a analizar las características fundamentales del mercado monetario estadounidense.

I.- LAS TASAS MONETARIAS1.- LA COMPOSICION DEL MERCADO Y LOS TIPOS DE INTERES.-

El Doctor E. A. Goldenweiser, Director de la Oficina de Investigaciones Económicas y Estadísticas del Consejo de la Reserva Federal en Washington, ha sintetizado en una forma sumamente clara la estructura del crédito americano, cuando compareció ante la Comisión Macmillan de Londres en el año 1931. (1).

Según Goldenweiser, corresponde dividir los mercados monetarios estadounidenses en dos categorías, a saber: los mercados abiertos (open- markets) y los mercados de parroquianos (customer markets).

Los primeros se caracterizan especialmente por el carácter impersonal e indirecto de sus transacciones, mientras que los segundos lo son por la relación directa que existe entre el prestamista y el prestatario.

Los papeles más importantes que se negocian en el mercado abierto son las obligaciones del Tesoro, el papel comercial y las aceptaciones. Se efectúan asimismo en dicho mercado préstamos bur-sátiles a la vista y a plazo. Las tasas de interés son generalmente

(1). Véase: Minutes of Evidence taken before the Committee on Finance and Industry, Volume II, London 1931, pag. 163 a 165. El estudio lleva el siguiente título: Statement of Evidence submitted by Mr. Goldenweiser.-

menores en las aceptaciones y títulos públicos y mayores en el papel comercial, mientras que las de los préstamos bursátiles (call-loans) fluctúan en forma más amplia que las otras tasas y son algunas veces inferiores a la tasa de aceptaciones y otras veces superiores a la tasa de papel comercial. El tipo de descuento de los Bancos de Reserva Federal se encuentra generalmente oscilando entre la tasa de aceptaciones y la de papel comercial.

Es común que cuando los bancos miembros se encuentran fuertemente endeudados en la Reserva Federal, la tasa de interés a la vista (call-money), no caiga por debajo de la tasa de descuento, porque los bancos afiliados, en lugar de prestar a la vista a un tipo inferior, prefieren cancelar sus préstamos en la Reserva. Sin embargo, en ciertos momentos de holgura monetaria, como en el año 1927, cuando los bancos miembros no tenían deudas con el Sistema, la tasa a la vista fué muy inferior a la de descuento.

Las comprobaciones estadísticas enunciadas por el Dr. Goldenweiser, se deben al economista americano Riefler. En su libro denominado "Tasas y Mercados monetarios de los EE.UU.", el Doctor Riefler menciona entre los principales mercados abiertos a corto plazo establecidos en los EE.UU. al mercado de papel comercial; al mercado de préstamos a la vista con garantía de títulos en la Bolsa de Comercio de Nueva York; al mercado de aceptaciones y al mercado a corto plazo de letras de Tesorería y Certificados de Deuda del gobierno de los EE.UU. (1)

Cada uno de estos mercados tiene características propias, lo que no impide que sus tasas monetarias guarden un fuerte sincronismo, debido a que la competencia entre ellos es sumamente grande. El Doctor Riefler ha demostrado en forma gráfica esta similitud en los movimientos de alza y baja de las tasas correspondientes a los cinco mercados que acabamos de mencionar, lo que se explica porque los

(1). El nombre del libro en inglés es : MONEY RATES AND MONEY MARKETS IN THE UNITED STATES, by Winfield W. Riefler, New York, 1930, capítulo III, pag. 37 y siguientes.

cambios operados en el tipo de interés de un mercado, se transmiten generalmente a través de la competencia a las tasas de los otros mercados monetarios, de tal modo que los tipos de interés de los cinco mercados se mueven por lo común en forma simultánea.

Las diferencias más o menos constantes que se observan entre las fluctuaciones de los diversos mercados, deben atribuirse a las características peculiares de cada uno de ellos, reflejadas en el tipo de demanda que originan y en las facilidades que ofrecen para la inversión de los fondos disponibles.

Estos hechos explican la colocación a distinto nivel de las tasas monetarias vigentes en el mercado abierto.

En efecto, mientras las tasas de los mercados de aceptaciones y títulos gubernamentales a corto plazo son generalmente las más bajas del mercado, las del papel comercial y préstamos bursátiles a plazo sobre títulos son las más altas, y las de los préstamos bursátiles a la vista (call-loans) tienen el carácter de tasas intermedias. (Véase Cuadro N. 12).

El Doctor Riefler ratifica las manifestaciones del Doctor Goldenweiser, cuando sostiene que en períodos de crédito fácil, las tasas de los préstamos a la vista (call loans) han llegado a ser tan bajas como las de aceptaciones y títulos públicos a corto plazo y que en momentos de tensión monetaria, aquellas se han elevado a los niveles del papel comercial y préstamos a la vista sobre títulos, sobrepasándolos en ciertas ocasiones. Todas estas consideraciones que son de carácter estrictamente objetivo no dejan de tener su interés para conocer la dinámica del mercado monetario americano.

Se ha comprobado asimismo que en condiciones monetarias normales, las tasas de aceptaciones y títulos públicos a corto plazo han fluctuado por debajo de los tipos de descuento establecidos por los Bancos de Reserva; que las tasas de los mercados de papel comercial y préstamos a plazo sobre títulos eran superiores a las tasas de descuento, - especialmente la del Banco de Reserva Federal de Nueva York - y que la tasa de préstamos a la vista sobre títulos superaba la tasa de descuento del Banco de Reserva Federal neoyorquino. -

N. 12 .- LAS TASAS MONETARIAS ESTABLE

CIDAS EN EL MERCADO ABIERTO DE NUE-

Y A YORK

Mes de Diciembre de:	Papel Co- mercial (4 a 6 me- ses de pla- zo).	Aceptacio- nes banca- rias a 90 días.	Préstamos a la vis- ta (call new lo- ans).	Rendi- miento de las letras de Te- sorería y certi- ficadas (3 a 6 meses)
	(P O R C I E N T O)			
1 9 20	8,00	6,25	6,93	5,88
19 21	5,00	4,16	5,13	3,90
1 9 22	4,75	4,00	4,82	3,65
1 9 23	4,88	4,13	4,88	3,88
1 9 24	3,63	2,89	3,63	2,57
1 9 25	4,38	3,50	5,36	3,51
1 9 26	4,50	3,83	5,16	3,11
1 9 27	4,00	3,25	4,43	3,17
1 9 28	5,38	4,50	8,86	4,26
1 9 29	5,00	3,90	4,88	3,03
1 930	2,88	1,88	2,27	1,48
1 9 31	3,88	3,00	2,73	2,41
1 9 32	1,50	0,39	1,00	0,04
1 9 33	1,38	0,62	0,94	0,29
1 9 34	0,88	0,13	1,00	0,15

NOTA: Las fluctuaciones que se mencionan en el texto, corresponden a las cifras mensuales del periodo post-bélico, que omitimos por razones de espacio. El dato del mes de Diciembre con el que se ha confeccionado el cuadro, no coincide a veces con esas fluctuaciones, por lo que debe tomarse únicamente como una aproximación gruesa de dichas tendencias.-

2 EL MERCADO DE FONDOS FEDERALES

Apunta el Doctor Goldenweiser que se ha establecido en los últimos años una nueva tasa en el mercado abierto, que recibe el nombre de Fondos Federales y que se aplica cuando los bancos miembros que poseen un excedente temporario en sus depósitos legales en la Reserva, prestan esos remanentes denominados Fondos Federales a otros bancos accionistas que poseen un deficit transitorio . Generalmente esta tasa es inferior a la de descuento, ya que no habría ningun incentivo de obtener esas disponibilidades, sino fueran menos costosas que las surgidas directamente de los Bancos de Reserva.

Los fondos federales sirven en cierta medida para igualar las tasas de de cuenta que rigen en los diferentes bancos de Reserva, ya que si la tasa de descuento en el banco de Reserva A , es inferior a la del Banco de Reserva B, los bancos miembros del distrito B., pueden comprar fondos federales de un banco miembro del distrito A., y cancelar su deuda en el Banco de Reserva B.

Pero cabe decir sin embargo que estas operaciones se encuentran poco generalizadas, y son por consiguiente de caracter limitado. (1).

3.- LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS DIRECTOS Y LOS TIPOS DE INTERÉS.

Una de las tasas monetarias más estudiadas por los economistas americanos ha sido la que cobran los bancos en sus préstamos directos a su clientela. Una característica de esta clase de préstamos es que los bancos al establecer márgenes de crédito para los prestatarios se encuentran obligados a entregarles la cantidad convenida a los tipos acostumbrados de interés.

(1). Para un análisis completo del mercado de Fondos Federales véase el libro de BERNICE C. TURNER denominado THE FEDERAL FUND MARKET, New York, 1931,. Turner explica en una forma sumamente detallada la mecánica del mercado, su historia, el origen de los fondos y su uso ulterior, así como los factores que pueden afectar su precio, para terminar su estudio con ciertas consideraciones que fijan nitidamente la estructura y dinámica del mercado susodicho. Según TURNER (paginas 94 a 102) el mercado de Fondos Federales permite la utilización del crédito disponible entre los distintos bancos accionistas. Pero esa utilización es limitada al encontrarse circunscripta a un número reducido de participantes situados en los grandes centros financieros , lo que se explica por resultar esas operaciones unicamente proficuas cuando se efectuan por gruesas sumas de dinero.-

Además, los préstamos bancarios directos no pueden ser fácilmente cancelados, porque el banco se encuentra en la obligación de proteger los negocios de su clientela. Existe una distinción importante según el Doctor Goldenweiser entre los clientes cuya solvencia es conocida en toda la nación y que pueden obtener dinero prestado en el mercado más barato, y aquellos otros que se encuentran prácticamente limitados a obtener los fondos correspondientes de su propio banco local. Mientras que los primeros consiguen las sumas necesarias a los tipos de interés más convenientes, los segundos pagan los intereses más altos y menos elásticos.

Las tasas de interés que cobran los bancos por sus préstamos directos son superiores a las tasas que rigen para el papel comercial en el mercado abierto. Estas diferencias que en los grandes centros financieros son muy pequeñas, según lo demuestra la fluctuación armónica de ambas tasas, tienden a ampliarse a medida que uno se aleja de dichos mercados. Las oscilaciones de las tasas percibidas en los préstamos directos se hacen así menos sensibles a las fluctuaciones ocurridas en el mercado abierto.

Los tipos de interés de los préstamos directos son más altos y menos flexibles tan pronto se pasa de la zona financiera del Noreste de los EE.UU. al Sur y al Oeste y tan luego como se mueve de las ciudades densamente pobladas a las menos populosas y de las zonas urbanas a las rurales. Véase al respecto el cuadro N. 13.-

El Dr. Riefler ha logrado a este respecto interesantes comprobaciones gráficas al tomar los movimientos de las tasas cobradas en los préstamos bancarios directos y compararlos con el promedio ponderado de las tasas del mercado abierto a corto plazo.

El resultado obtenido es interesante al comprobarse:

- 1). Que el margen de fluctuación en las tasas del mercado abierto es mucho mayor que en los préstamos bancarios directos. Así, mientras aquellos aumentaron hasta el 8 % en 1920 y cayeron hasta el 3 % en 1924, éstos oscilaron entre el 7 % en 1920 y el 5 % en 1924.
- 2). Que las tasas del mercado abierto son por lo general algo meno-

N. 13.- INTERES PERCIBIDO POR LOS BANCOS EN LOS PRESTAMOS
DIRECTOS ACORDADOS EN DIVERSAS ZONAS DE LOS EE. UU.-

Fin de Diciembre de:	Nueva York	8 ciudades del Nordeste	27 ciudades del Sud y Oeste.
	(%)		
1921	5,68	6,19	6,67
1922	4,86	5,44	5,90
1923	5,21	5,48	5,99
1924	4,29	4,87	5,53
1925	4,70	5,17	5,61
1926	4,79	5,09	5,68
1927	4,50	4,76	5,60
1928	5,63	5,91	5,91
1929	5,74	5,94	6,20
1930	4,16	4,68	5,43
1931	4,64	4,91	5,56
1932	4,22	4,88	5,60
1933	3,48	4,59	5,43
1934	3,18	3,98	4,92

res a las de los préstamos bancarios directos, pero que en momentos de restricción monetaria, ellas son superiores, como ocurrió en 1920 y en periodos de crédito fácil son muy inferiores a los préstamos bancarios directos como aconteció en 1924.-

3).-que las fluctuaciones de los préstamos bancarios directos son de más o menos la misma magnitud relativa que las oscilaciones de las tasas a corto plazo del mercado abierto.-

y 4).que un cambio en el nivel de las tasas monetarias, ya sea al alza o a la baja, se produce en primer lugar en las tasas del mercado abierto y posteriormente en las tasas que perciben los bancos en sus préstamos directos.-

4.-LOS TIPOS DE DESCUENTO DE LA RESERVA, LA DEUDA DE LOS BANCOS MIEMBROS Y LAS FLUCTUACIONES DE LAS TASAS DE INTERES.-

Al intensificar el análisis de las tasas monetarias, dice el Dr. Goldenweiser que los bancos comerciales americanos perciben siempre un interés mayor por sus préstamos que el que deben pagar por los documentos redescontados en la Reserva Federal. El cambio en el tipo de descuento de los bancos de la Reserva, no tiene por consiguiente una influencia directa en la política de prestación de dichos bancos, salvo en lo que respecta a la mayor o menor atracción que puede surgir para la colocación del dinero en el mercado abierto

Para el estadígrafo de la Reserva Federal el tipo de descuento tiene una influencia menor en la intensidad de las fluctuaciones de las tasas monetarias, que la que produce la deuda de los bancos accionistas en la Reserva.

Riefler ha logrado demostrar estadísticamente que el cambio operado en la deuda total de los bancos miembros en la Reserva Federal, constituye uno de los factores más importantes en las modificaciones de las tasas monetarias.

Logró trazar así un gráfico de desvíos relativos en que la ~~curva~~ curva de descuentos de los bancos accionistas en la Reserva Federal y la curva de las tasas de interés del mercado abierto, guardaban una simpatía sumamente pronunciada, de tal suerte que la perspectiva de aumento o disminución de esa deuda (descuentos), se reflejaba en la tendencia de la tasa de interés.

Es que los diversos factores que juegan en el mercado monetario inciden forzosamente en el volumen de deuda que mantienen los bancos accionistas en la Reserva,. Tanto los movimientos de oro, como los cambios en la demanda de circulante, y las operaciones de mercado abierto de la Reserva Federal, se manifiestan en el endeudamiento de los bancos accionistas en el organismo central.

El volumen total de esta deuda tiende a fijar no solo las tasas monetarias, sino tambien el margen existente entre los tipos de interés establecidos en el mercado abierto y las tasas de descuento de la Reserva Federal.-

Antes de proseguir con el análisis dinámico de los bancos de la Reserva Federal es conveniente conocer someramente las operaciones de los diversos mercados abiertos a corto plazo, que nos permitirán tener una visión más amplia de la estructura monetaria americana.

II. EL MERCADO DE ACEPTACIONES BANCARIAS

1.- CONCEPTO DE LA ACEPTACION BANCARIA.

La primer pregunta que surge cuando se trata de estudiar el desenvolvimiento de este mercado es la de saber que es una aceptación bancaria. El Dr. Riefler en el libro ya mencionado (pag. 42) da el siguiente ejemplo que explica el caracter del documento bajo análisis. Supóngase - dice - que un banco que financie a un importador americano de caucho o seda, reciba junto con los documentos que cubran la consignación, una letra girada contra dicho banco, para su pago dentro de 60 o 90 días, de acuerdo a las condiciones estipuladas en la operación. Habiéndose puesto de acuerdo con el importador que es su cliente, sobre el caracter del crédito, el banco acepta la letra, esto es, se compromete a levantar el documento a su vencimiento, y lo devuelve al agente del exportador de la mercadería mencionada, entregando los documentos marítimos al importador que en esta forma se encuentra autorizado a recibir las mercaderías. La letra de cambio se transforma en esta forma en una aceptación que lleva dos nombres, al encontrarse respaldada por el

crédito del girador de la letra de cambio y por la institución financiera que aceptó el documento susodicho. El exportador puede entonces vender este papel en el mercado abierto, en donde se encuentran organismos especiales que lo negocian comprándolo y vendiéndolo a las tasas vigentes en el mercado.-

2.- EL CARACTER LIQUIDO DE LA ACEPTACION BANCARIA.

La aceptación bancaria es por consiguiente un documento esencialmente líquido. El profesor de Bancos de la Universidad de Columbia, Doctor Beckhart, sostiene en un estudio pertinente(1) que teóricamente la aceptación representa una sustitución del crédito bancario por el crédito de las firmas individuales., que se requiere especialmente en el comercio internacional, a causa de la dificultad de obtener una información precisa sobre el crédito privado de las partes contratantes.

Teóricamente la aceptación debería evidenciar el traspaso real de mercancías de los productores a los consumidores, y estar ligada a transacciones determinadas. En tanto que cumpliera estas condiciones, representaría un papel de suma liquidez, que gozaría de las tasas más bajas establecidas en los mercados monetarios del mundo.-

3.- LA EXPERIENCIA RECIENTE. LA ILIQUIDEZ DEL PAPEL

Recalca a este respecto el Dr. Beckhart, que no todas las aceptaciones bancarias reúnen estas condiciones, ya que con frecuencia no existe sincronismo entre la duración de una aceptación bancaria y el plazo real de la transacción, ni entre el valor nominal del papel y el de las operaciones que lo respaldan. Por otra parte, en los últimos años las aceptaciones bancarias han sido utilizadas en operaciones financieras destinadas a la obtención de capital fijo o circulante, como ha sucedido con los préstamos a corto plazo otorgados a Alemania, que han sido financiados con esta clase de papeles. Tanto Londres como Amsterdam han visto girar ultimamente fondos que no tenían sino esa finalidad, y que como es de imaginar han pertur-

(1). Véase : THE NEW YORK MONEY MARKET, VOLUM. III, by BENJAMIN HAGGOTT BECKHART, New York, Columbia University Press, 1932, Part. Three, The Acceptance Market, pag. 260.-

bado grandemente el mercado internacional de aceptaciones, que se vió desviado de su negocio habitual de financiar las importaciones y exportaciones de mercaderías (1).

4.- LA LEY DE RESERVA FEDERAL Y EL MERCADO DE ACEPTACIONES.

El deseo de financiar las operaciones normales del comercio exterior se exteriorizó en la ley de Reserva Federal del 30 de Diciembre de 1913, que limitó la autorización concedida a los Bancos Nacionales de realizar negocios de aceptación, a las transacciones derivadas del tráfico internacional (exportación o importación de mercaderías).-

Pero esta limitación duró poco tiempo. En los tres años siguientes, la Ley fué modificada en forma tal que autorizara otras clases de operaciones. Se permitió entonces a los bancos a aceptar documentos originados en el movimiento de mercaderías dentro del mercado interno, así como el de aceptar los papeles provenientes de los artículos fácilmente negociables, situados en barracas independientes estadounidenses.

Por último se permitió a los bancos mediante permiso otorgado por el Consejo de la Reserva Federal, a aceptar los documentos destinados a suministrar moneda americana (dollar exchange) a aquellos países que carecían de ella en cierta época del año, y que la necesitaban para realizar sin tropiezos su comercio internacional.

Más tarde, las disposiciones de la ley fueron nuevamente interpretadas por reglamentaciones del Consejo de la Reserva Federal, por las que se ampliaban las disposiciones primitivas sobre importación y exportación de mercaderías, para incluir las operaciones realizadas directamente entre naciones extranjeras, en las que no participaba los EE.UU.

(1). Véase a este respecto una ilustración clara sobre la evolución de una aceptación bancaria proveniente de una importación de mercaderías en el libro de W. Randolph Burgess, denominado : THE RESERVE BANKS AND THE MONEY MARKET, Capitulo VIII, The Bill Market, pag. 130. New York 1927.

N. 14.- CLASIFICACION DE LAS ACETAS-
IONES BANCARIAS

Fines de Mes de:	Expor- tacio- nes.	Impor- tacio- nes.	Embar- ques In- ternos.	Alma- cenaje In- terno	Creación de Cam- bio ame- ricano.	Embar- que o almace- naje en tre na- ciones extran- jeras.
	(en miles de dolares)					
1924	308.458	292.252	37.887	162.419	23.402	.....
1925	296.951	311.443	25.606	103.494	19.249	16.993
1926	260.713	283.587	28.686	115.882	26.179	40.313
1927	390.929	312.717	20.959	196.784	28.316	130.875
1928	496.653	315.614	16.298	173.590	39.153	243.278
1929	524.129	383.015	22.830	264.919	76.285	441.258
1930	415.141	220.972	34.726	271.484	52.202	561.443
1931	221.619	188.500	15.559	251.346	30.858	296.177
1932	163.764	78.578	14.397	215.387	9.927	227.677
1933	207.227	94.269	13.633	263.007	3.968	181.807
1934	140.000	89.000		1 9 3.0 0 0	2.000	119.000

Se permitió asimismo la aceptación de letras de cambio que derivaban del almacenaje de mercaderías en el exterior, siempre que esas mercaderías fueran fácilmente negociables y se depositaran en barracas independientes.

5.- LA CLASIFICACION DE LAS ACEPTACIONES BANCARIAS.

El Consejo Americano de Aceptaciones (American Acceptance Council (1), divide las aceptaciones bancarias en 6 categorías a saber: de Importación, de Exportación, de Embarques internos, de Almacenaje Interno, de creación de cambio americano (dollar exchange) y de embarque o almacenaje entre naciones extranjeras. (Véase Cuadro N. 14).

Merece una aclaración especial las aceptaciones destinadas a crear cambio americano.

Estas aceptaciones se concibieron para hacer posible a los bancos e importadores extranjeros la obtención conveniente de cambio americano, en los países en que escaseaba no obstante ser requerido por las costumbres comerciales.

Los bancos miembros que desearan crear aceptaciones de esta naturaleza, deberán obtener previamente permiso del Consejo de la Reserva Federal. Las solicitudes de esta clase de crédito se conceden principalmente para Centro y Sud America y las posesiones de los EE.UU.

6.- LA AMPLIACION DEL MERCADO Y EL CARACTER CONGELADO DE CIERTAS ACEPTACIONES BANCARIAS.-

Esta ampliación del mercado de aceptaciones bancarias a categorías sumamente discutidas por la técnica bancaria, ha sido criticada por diversos economistas, que han sostenido que el relajamiento operado en las disposiciones primitivas de la Ley de Reserva Federal, han tendido a quitar a dicho documento de crédito el carácter esencialmente líquido que teóricamente debiera poseer, si se hubiera circunscripto al movimiento real de mercaderías entre los EE. UU. y las naciones extranjeras. Dicha crítica se ha localizado es-

(1). Véase: FACTS AND FIGURES RELATING TO THE AMERICAN MONEY MARKET, by The American Acceptance Council, New York, 1931, pag. 11 y siguientes.

pecialmente en las aceptaciones derivadas del embarque y almacenaje de mercaderías entre países extranjeros, que aumentaron grandemente en el período 1926- 1929.

El Dr. Beckhart, critica acerbamente esta orientación del mercado de aceptaciones sosteniendo que no erax tanto la diferencia entre los tipos de interés que regían en los EE.UU. y los demás centros monetarios, como el cese de las exportaciones de capital a la Europa Central y especialmente a Alemania, los que explicarían el enorme aumento producido en ese tipo de aceptaciones. No hallándose Alemania en situación de obtener préstamos a largo plazo, comenzó a obtener fondos a corto plazo, que la transformaron así en una nación deudora a corto y a largo plazo. Esta situación alemana hizo crisis en los meses de Junio y Julio de 1931. (1)

Acaba de verse rápidamente la evolución del mercado de aceptaciones bancarias. Corresponde ahora fijar la posición de la Reserva Federal en dicho mercado.

7.- LA POSICION DE LA RESERVA FEDERAL EN EL MERCADO DE ACEPTACIONES

El Doctor W. Randolph Burgess, que es uno de los comentaristas más autorizados de los Bancos de la Reserva Federal y que ocupa un puesto de responsabilidad en el Sistema, sostiene que (2) el mercado de aceptaciones no podría existir sin los bancos de la Reserva .

El mercado - dice Burgess- depende de la existencia de corredores que se encuentran dispuestos a comprar y vender dichas aceptaciones y que mantengan en sus carteras una variedad de dichos papeles.

Para la conservación de esta cartera es necesario que el corredor pueda obtener los fondos necesarios a tipos bajos de interés.

El corredor acostumbra - se ún Burgess- a conseguir prestado diariamente del mercado monetario, el dinero que necesita para mantener su existencia de aceptaciones. De ordinario , el corredor puede obtener dinero a la vista (call money), que sea de 1/4 a 1/2 % inferior a la tasa vigente en los préstamos a la vista, según la garantía ofrecida.

(1). Véase: Beckhart , op. cit. pag. 321 a 326, y pag. 366.

(2). Véase: The Reserve Banks and the Money market by W. Randolph Burgess, New York, 1928.

N. 15.- DISTRIBUCION DE LAS ACEPTACIONES BANCARIAS

Diciembre de :	Total de Aceptaciones en Circulación	Aceptaciones en Poder de la Reserva.	
		Cartera Propia	Cartera de los Corresponsales Extranjeros
(En millones de dólares)			
1925	774	374	.....
1926	755	381	.....
1927	1.081	391	229
1928	1.284	488	325
1929	1.732	391	548
1930	1.556	328	439
1931	974	305	251
1932	710	4	40
1933	764	127	4
1934	543	(a)	1

(a). Menos de 500.000 dólares.-

Pero existen a menudo momentos en que el dinero no se encuentra disponible a tasas bajas, y que exigen que el corredor pueda hacerse de fondos durante el periodo transitorio de tensión monetaria.

En estas circunstancias, son los Bancos de Reserva los que ofrecen el apoyo necesario al mercado, al estar dispuestos a adquirir las aceptaciones bancarias a la tasa de compra por ellos establecida. Además, los bancos de Reserva compran letras de los corredores bajo el llamado "acuerdo de re-adquisición" (repurchase agreement), por el que el corredor acepta volver a comprar las letras dentro de un plazo de 15 días.

Burgess sostiene que la mayor parte de las letras compradas directamente por el Sistema provienen de los bancos comerciales y que la iniciativa surge ordinariamente de los vendedores. Los Bancos de Reserva según el economista que acabamos de citar, se encuentran siempre prontos a comprar letras al tipo establecido de compra, pero no van al mercado ofreciéndose a comprar las letras. (1) Además con los "acuerdos de readquisición", se ha facilitado la situación de los corredores y del propio mercado, que no se ha visto perturbado por la posible venta de aceptaciones efectuadas por la Reserva al constituir su política costumbre la de retener ese papel hasta su vencimiento.

A juicio del Dr. Riefler la importancia de los tipos de compra estriba en que determinan de acuerdo a la situación del mercado monetario, la proporción de aceptaciones a mantenerse por la Reserva Federal y por el mercado. (2).

En tiempos de crédito fácil, como ocurrió en el año 1924, en que la oferta de fondos a corto plazo era grande, el mercado puede absorber todas las aceptaciones en vigor a tasas inferiores de las que rigen en los Bancos de Reserva, con el resultado que la cartera de aceptaciones del Sistema se reduce a niveles mínimos.

Este hecho ocurre actualmente en los EE.UU. en donde puede decirse que los Bancos de Reserva Federal carecen prácticamente de aceptaciones. (Véase el cuadro N. 15).

(1). Confirman esta manifestación el Dr. Goldenweiser en su libro *Federal Reserve System in Operation*, New York 1925, cap. V, pag. 55 y Riefler en su libro citado, pag. 44.

(2). Riefler op. cit. pag. 44 y 45.

Para terminar este comentario diremos que la aceptación es una de las inversiones a corto plazo más convenientes, por su carácter líquido y su indiscutible bondad como instrumento de crédito.

Es claro que esto es cierto, siempre que el origen de la aceptación esté de acuerdo con los cánones establecidos por la banca sana y no sea utilizada para financiar la situación de empresas que requieran capital fijo o circulante, imposible de satisfacer con un documento a corto plazo, cuya característica esencial es la de ser típicamente líquido, y apto por consiguiente para constituir una de las mejores reservas secundarias que puedan conservar los bancos comerciales del país.

III. EL MERCADO DE TÍTULOS GUBERNAMENTALES

El mercado de títulos públicos ocupa un lugar preponderante dentro de los cinco mercados abiertos a que ya hemos hecho alusión. Este mercado que al circunscribirse a las operaciones a corto plazo incluye únicamente las letras de Tesorería del gobierno americano y los certificados de deuda de los EE.UU. constituye solo una parte del mercado más amplio de títulos públicos, en que se negocian los papeles emitidos a plazos largos, que forman una sección estadística distinta en el análisis de las tasas monetarias.

Antes de entrar a un análisis general del mercado de títulos públicos, nos corresponde explicar muy rápidamente el carácter de los papeles oficiales a corto plazo, cuya preponderancia en la estructura del crédito yanqui, ha sido muy significativa en los últimos años.-

1.- EL PAPEL FISCAL A CORTO PLAZO Y SU POSICION EN EL MERCADO MONETARIO.-

Las obligaciones a corto plazo del gobierno de los EE.UU. son los papeles que gozan de más prestigio en la plaza monetaria. Tienen el interés más reducido del mercado y su garantía se considera sumamente buena, al estar constituida por el crédito del gobierno americano. El hecho que gocen de exención impositiva y que exista un número suficientemente amplio de corredores que esten dispuestos a negociarlos, hace que dichos papeles sean muy codiciados

por los inversores.

La autorización concedida a los bancos de Reserva de efectuar operaciones de mercado abierto, en que se incluye la compra-venta de títulos públicos, es otro elemento que tiende a prestigiar esta inversión. Otros factores que propenden al mantenimiento de la posición privilegiada del título público son la de servir como medio de pago de los impuestos gubernamentales, que ha hecho que diversas corporaciones y entes individuales constituyan reservas de esos títulos para satisfacer oportunamente los impuestos correspondientes; así como la de ser una forma legal de inversión para ciertas y determinadas instituciones de ahorro del país. Por otra parte, los bancos comerciales afiliados al Sistema, tienen interés de mantener en su cartera estos papeles, al servirles como garantía de los préstamos que obtienen de la Reserva Federal.

Se explica entonces por todas estas razones, la importancia que tienen los títulos fiscales en el conjunto de transacciones que se realizan en el mercado monetario.-

Hecho este bosquejo rápido del carácter e importancia que tienen los papeles fiscales a corto plazo en el mercado monetario americano, nos toca referirnos ligeramente al desenvolvimiento del mercado de títulos públicos (incluidos los papeles oficiales a largo plazo), para formarnos una idea de la importancia que ocupa dicho mercado en la estructura de crédito de la nación.

Esta referencia es de interés dada las enormes controversias de orden técnico que se vienen suscitando desde hace varias décadas sobre la incidencia que la política fiscal tiene en la fisonomía bancaria de la nación. Cabe recordar a tal fin, la enorme insistencia técnica de delimitar el poder de prestación de los bancos centrales al gobierno y los recaudos establecidos en los estatutos de los bancos centrales de corte más moderno, tendientes a evitar una infiltración desmesurada de las necesidades de la Tesorería en el funcionamiento del organismo regulador de crédito del país. De ahí, el interés de estudiar rápidamente la posición asumida por el gobierno americano en el mercado monetario, y su influencia en el régimen bancario desde la creación de la Reserva Federal en el año 1913.

La necesidad de encarar en forma estrictamente objetiva el análisis de la política fiscal americana en su relación con el mercado monetario, ha sido felizmente lograda en el estudio que ha realizado el Profesor norteamericano William Adams Brown Jr. (1)

Ante la imposibilidad práctica de analizar los diversos tópicos que menciona el Profesor Brown, nos contentaremos con dar a conocer una síntesis de su trabajo que nos ilustrará sobre la posición del mercado de títulos públicos en los EE.UU. desde la creación del sistema de la Reserva Federal.

2.- LA SANCION DE LA LEY DE RESERVA FEDERAL Y LA POSICION DE LA TESORERIA.

La sanción de la ley de Reserva Federal, tendió a eliminar algunas dificultades existentes en las relaciones del gobierno con el mercado monetario, como ser las que se producían en la transferencia interna de fondos, a causa de la acción de la Tesorería. La ley no solo hizo posible que esos pases se realizaran sin necesidad de obtener ayuda del Tesoro, sino que permitió que el gobierno participara en el nuevo sistema de compensaciones internas y que se eliminara la transferencia arbitraria de fondos oficiales realizadas por razones políticas.

Pero si la ley de Reservas logró obtener un enorme adelanto en las prácticas de las transferencias y compensaciones internas, no logró suprimir los diversos tipos de moneda que aún hoy circulan en los EE.UU., según puede verse en el cuadro N. 16.

Después de referirse el Profesor Brown al establecimiento en la ley de Reserva Federal de los principios de una emisión elástica por la desaparición de la relación existente hasta ese entonces entre el circulante y la deuda pública, sostiene que esa reforma monetaria tuvo otras dos importantes consecuencias técnicas, a saber,

(1). Este estudio preparado bajo los auspicios del Consejo de Investigaciones Sociales de la Universidad de Columbia de Nueva York, se encuentra en la obra denominada EL MERCADO MONETARIO NEUYORQUINO (cuatro volúmenes) editada por el Profesor de la Universidad de Columbia Dr. Benjamin Haggott Beckhart, a quien ya hemos tenido ocasión de citar, en uno de los estudios de esta recopilación. Véase: THE NEW YORK MONEY MARKET, VOLUME IV, External and Internal Relations, New York, Columbia University Press, 1932, part.2. The Government and the money market by Williams Adams Brown Jr. pag. 183 a 391.-

Monedas de Oro	Certificados de Oro	Dólares de plata "standard"	Certificados de plata	Billetes de Tesorería de 1890	Plata Subsidiaria	Moneda Menor	Billetes de EE. UU. (green backs).	Billetes de la Reserva Federal	Billetes de Eco. Reserva Federal	Billetes de Eco. Nacionales	Total Moneda en Circulación	
(E n m i l e s d e d ó l a r e s)												
1921	439.086	176.957	58.328	236.016	1.546	237.133	91.072	275.456	2.371.668	97.111	705412	46897
1922	423.265	302.740	59.836	288.209	1.483	246.091	92.649	284.901	2.372.721	36.662	708481	48170
1923	410.135	584.035	58.261	374.450	1.443	260.638	97.655	306.399	2.223.593	13.571	713639	50438
1924	409.414	970.303	57.171	390.131	1.405	265.798	100.460	296.631	1.841.651	8.224	706275	50474
1925	414.026	1.112.683	54.911	389.684	1.373	274.854	104.506	294.907	1.815.625	6.050	635498	51041
1926	408.681	1.092.039	51.633	396.752	1.340	281.398	108.179	296.810	1.824.459	4.967	628896	50951
1927	402.087	1.073.735	48.775	400.269	1.315	285.602	111.771	292.889	1.762.794	4.282	619439	50029
1928	395.310	990.996	46.475	410.334	1.294	291.314	115.613	294.199	1.808.053	3.820	615761	49731
1929	383.763	879.558	42.184	416.880	1.273	293.951	119.402	264.881	1.862.420	3.413	597101	48648
1930	368.379	1.117.630	36.777	403.906	1.248	281.133	118.740	295.515	1.640.537	3.041	623288	48901
1931	408.626	876.769	32.794	389.088	1.230	270.591	117.167	287.811	2.603.454	2.838	656404	56467
1932	468.479	600.671	29.177	371.095	1.217	257.754	113.260	294.421	2.715.713	2.658	820497	56749
1933	310.684	212.883	29.338	406.919	1.195	271.646	117.314	285.663	3.043.883	208.191	917888	58056
1934(')	.....	131.000	32.000	592.000	1.000	294.000	125.000	265.000	3.176.000	101.000	820000	55360

('). Las cifras de Diciembre de 1934 son provisionales, de ahí que las demos redondeadas.

la de emitir los billetes de la Reserva por intermedio del Agente de la Reserva Federal, al considerarse que los billetes elásticos del Sistema debían ser directamente controlados por el Consejo de Reserva Federal en Washington, y la de permitir la retención por la Tesorería Americana, del metálico que garantía la emisión de los certificados de oro y plata.

Esto hizo factible la emisión hasta 1917 de los billetes de la Reserva con respaldo metálico y la manipulación del encaje del Sistema desde su fundación mediante el trueque de los billetes de la Reserva Federal por certificados de oro.

Ya se ha dicho que la ley de Reserva Federal eliminó la relación que existía entre la moneda y la deuda pública, al disponer la creación de un circulante elástico emanado de la autorización dada a los bancos accionistas para obtener dinero prestado de la Reserva, con el descuento del papel comercial. Esta disposición fué modificada en el mes de Setiembre de 1916, cuando se permitió a los bancos miembros a obtener créditos del Sistema, por períodos muy cortos de tiempo, mediante la entrega de sus propios pagarés garantizados por títulos del gobierno americano.

Desde ese momento, se utilizaron los títulos públicos para hacerse de fondos en la Reserva. Esta práctica modificó fundamentalmente el principio de la cartera líquida y del circulante elástico que constituían unos de los puntos básicos de la ley de 1913.-

3.- EL PERIODO BELICO, LOS CAMBIOS INTERNACIONALES Y LAS TRANSFORMACIONES OPERADAS EN LA LEY DE RESERVA FEDERAL.

Es sabido que durante la guerra, la Tesorería Federal asumió un papel decisivo en el mercado monetario el que estuvo casi totalmente subordinado a las operaciones de emisión y cancelación de la deuda pública.

Antes de la entrada de los EE.UU. en la gran guerra el mercado de cambios debía hacer frente, según el Dr. Brown, a dos problemas, a saber, el que provenía de la inestabilidad de los cambios de los países aliados, que podía solamente evitarse con la fijación de las cotizaciones y el que surgía de la firmeza de los cambios

neutrales, que acusaban alzas substanciales respecto al dólar.

Cuando intervino la Tesorería Americana se encontraban casi exhaustas las reservas de que disponían los aliados para el sostenimiento de sus monedas. El rápido crecimiento de la deuda pública de los EE.UU. debe atribuirse a los créditos extendidos a los aliados para sostener especialmente sus divisas monetarias. Estos créditos - dice el Dr. Brown- fueron en parte usados para comprar las divisas aliadas a tipos fijos y en parte para la adquisición directa de mercancías por los Aliados.-

La firmeza manifestada por los cambios neutrales que podía traducirse en exportaciones de oro, llevó a los EE.UU. a decretar en el mes de Setiembre de 1917 un embargo metálico y un contralor riguroso de las operaciones de cambio. Con la terminación de la guerra desapareció el control de cambios. En Marzo de 1919, se dejó de sostener los cambios de las naciones aliadas; en Junio del mismo año se levantó el embargo áureo, y en Agosto el mercado de cambios reanudaba libremente sus operaciones habituales.

El establecimiento del embargo metálico, fué uno de los elementos que tendieron a crear una fuerte existencia áurea en los Bancos de Reserva, aumentando con ello las posibilidades de expansión del crédito.-

A ello propendieron asimismo dos modificaciones introducidas en la emisión de billetes de la Reserva Federal, por las que se reducía su cobertura del 140 % al 100 % y se permitía que el oro mantenido por el Agente de la Reserva Federal y los pagarés de los bancos accionistas con caución de títulos públicos, sirvieran como garantía de los billetes de la Reserva Federal.

Estas modificaciones permitieron que los bancos accionistas transformaran su cartera de títulos públicos en billetes de la Reserva Federal, en contraposición con el espíritu de la ley primitiva que trató de establecer una emisión elástica basada exclusivamente en el papel comercial formado por las letras descontadas y las aceptaciones bancarias.-

4.- LAS FINANZAS BÉLICAS Y LA ACTUACION DE LA TESORERIA EN EL MERCADO MONETARIO.-

Uno de los hechos más interesantes producidos durante el período bélico, fué el mantenimiento artificial por el gobierno de tipo de interés, para facilitar la emisión de los papeles públicos.

La política fiscal se caracterizó por la distribución de dichos títulos en la forma más amplia posible y al tipo de interés más bajo.-

Los tipos de descuento de los bancos de Reserva Federal fueron fijados durante la guerra de acuerdo a las tasas bajas que redituaban los cupones de los bonos emitidos por el gobierno, gozando los descuentos con caución de títulos públicos de un interés preferencial respecto a los descuentos simples de papel comercial. El resultado de esta política fué que la tasa de descuento resultara inferior a la tasa que regía para el papel comercial en el mercado abierto, lo que se consideró como un hecho circunstancial derivado de la transformación extraordinaria operada en las finanzas oficiales.

Dice Brown, que las diversas tasas monetarias estaban íntimamente relacionadas con la de descuento, pues tanto la tasa de papel comercial como la de aceptaciones seguían estrechamente aquella. Se fijó la tasa de interés de los préstamos a la vista (call-money) y toda la estructura del mercado monetario neoyorquino, fué artificialmente controlada con el fin de eliminar cualquier perturbación que pudiera afectar la política de la Tesorería Federal, encaminada a facilitar la emisión de sus obligaciones.

El monto de crédito bancario exigido para emitir los títulos del gobierno aumentó rápidamente hasta mediados de 1919.

Dos hechos significativos se observaron en el uso del crédito bancario durante este período bélico, a saber, la falta de inversión directa en títulos públicos por parte de la Reserva Federal, y el aumento observado en los préstamos con caución de títulos públicos por los bancos afiliados al Sistema.-

Visto así rápidamente algunos de los aspectos de la política fiscal americana durante la guerra, nos corresponde conocer ahora el proceso de negociación de los títulos públicos.-

5.- EL PROCESO DE NEGOCIACION DE LOS TITULOS PUBLICOS EN EE.UU.-

La Tesorería efectúa la venta de las nuevas emisiones de títulos públicos por medio de los bancos de Reserva que actúan como agentes fiscales.

Los bancos de la Reserva notifican por medio de circulares enviadas a todos los bancos y posibles compradores, de las condiciones de la emisión, encargándose asimismo de recibir las suscripciones y efectuar la distribución de los títulos disponibles.

Tratándose de letras de Tesorería que se venden al mejor postor los bancos de la Reserva se encargan de recibir las diversas propuestas así como de otorgar las letras a los mejores ofertantes.

El mercado en que se negocian los títulos gubernamentales a largo plazo está constituido por los corredores de la Bolsa neoyorquina, por las casas dedicadas a operaciones bursátiles, así como por las oficinas de títulos de los bancos. En la Bolsa de Comercio se negocian solamente títulos a largo plazo. El mercado de títulos a corto plazo se encuentra circunscripto a los corredores, que como las casas de descuento londinenses, combinan esas operaciones con la de aceptaciones.-

6.- LOS TITULOS PUBLICOS Y SU CONCENTRACION EN LAS ARCAS BANCARIAS

En su estudio sobre la política fiscal y el mercado monetario, el profesor Brown hace ciertas consideraciones finales que dan una pauta clara sobre la posición del fisco en dicho mercado.

A través de la última década dice el economista citado la consolidación de la deuda pública se ha llevado a cabo con gran éxito y a tasas progresivamente favorables a la Tesorería.

El uso del fondo de amortización así como el producido de las obligaciones bélicas de los países extranjeros, y los excedentes y fondos de inversión del gobierno, han sido factores que han influenciado la demanda de la Tesorería por sus propios títulos.

La demanda de títulos públicos ha sido en todo el período estudiado superior a la oferta. Ha habido una continua concentración de la deuda pública en manos de un número reducido de inversores. Las modificaciones ocurridas desde la guerra en la organización y situación comercial, ha estimulado la demanda de títulos públicos por

diversas corporaciones. Pero el desenvolvimiento más característico ha sido el de la concentración de los papeles fiscales en manos de los bancos americanos.

Los bancos que son los mejores compradores del mercado, tienen ciertas ventajas en adquirir títulos oficiales, por constituir reservas secundarias de primer orden y facilitar en momentos de urgencia el acceso a los Bancos de la Reserva Federal.

Como veremos en su momento oportuno, la actual crisis americana ha intensificado la influencia de la Tesorería en los negocios bancarios, que se ha reflejado en la transformación de las carteras y del capital de dichas instituciones.-

I V EL MERCADO DE PAPEL COMERCIAL

1.- CARACTER Y FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO

El mercado abierto de papel comercial es uno de los más típicos de los EE.UU. Su desarrollo es anterior a la ley de Reserva Federal, que como se recordará fué la que creó el mercado de aceptaciones bancarias.

Los documentos que se negocian en el mercado de papel comercial son los pagarés de empresas de solvencia conocida en todo el territorio del país, que en lugar de obtener un préstamo de un banco particular, ofrecen su pagaré en el mercado abierto, en donde logran los fondos necesarios a tipos de interés sumamente convenientes.-

Como se ve, se trata de entidades que por merecer una gran confianza en el mundo de los negocios pueden obtener fondos en el mercado abierto mediante el ofrecimiento de sus propios pagarés. Estos pagarés son generalmente absorbidos por los bancos que tienen transitoriamente fondos disponibles para invertir en esta clase de operaciones.

El mercado se encuentra en manos de un número relativamente reducido de grandes casas de papel comercial, que se encargan no solo de investigar las condiciones de crédito y solvencia de las firmas prestatarias, sino también de conceder las sumas necesarias contra entrega de los respectivos pagarés que luego son distribuidos

entre los bancos que esten dispuestos a invertir sus fondos disponibles en esta clase de papeles.

El número relativamente grande de firmas que operan con estos papeles, la escala variable de vencimientos y la diversidad de sus montos, explican la aceptación que tiene entre las instituciones bancarias.

El papel comercial comprado por un banco se mantiene en la cartera del mismo hasta su vencimiento, lo que no ocurre con las aceptaciones y títulos públicos que pueden ser vendidos por los bancos comerciales.

La bondad del papel y su enorme valor bancario, se justifica por ser elegibles para el redescuento en la Reserva Federal.

2.- LA POSICION DE LA TASA MONETARIA

El Dr. Riefler en su análisis sobre la dinámica de las tasas monetarias en el mercado americano, verifica que las tasas establecidas para el papel comercial son sumamente sensibles a toda fluctuación de la tasa de descuento de los bancos de Reserva, debido sin duda a que los propios bancos del Sistema, siguen las oscilaciones producidas en el papel comercial, por considerarlas un elemento digno de tomarse en cuenta en las modificaciones de la tasa de descuento oficial. (1).

Las tasas vigentes para el papel comercial, no han sido nunca inferiores a la tasa de descuento vigente en Nueva York, ni superiores en más de 1% a esta última. En términos generales, el papel comercial se ha vendido en el mercado con un margen de 1/2 % a 1% sobre el tipo de descuento que rigen en Nueva York. Riefler ha verificado una estrecha simpatía entre las tasas que rigen en el mercado abierto para los pagarés comerciales y el monto de la deuda de los bancos accionistas en el Sistema.-

3.- DESARROLLO Y PERSPECTIVAS DEL MERCADO

La transformación operada en los últimos años en las prácticas comerciales de las grandes empresas industriales que han recurrido cada vez menos al mercado abierto de papel comercial y cada vez

(1). Véase: Riefler, op. cit. pag. 48 a 50.-

más el mercado de inversiones en donde han colocado una cantidad enorme de bonos, debentures y títulos de diversa índole, ha incidido sobre el mercado de papel comercial que ha visto disminuir su importancia en los últimos años, según puede observarse en el cuadro N. 17.-

N. 17. PAPEL COMERCIAL EN CIRCULACION

(en millones de dólares).

Fin de Diciembre de:	Monto
1922	722
1923	763
1924	798
1925	621
1926	526
1927	555
1928	383
1929	334
1930	358
1931	118
1932	81
1933	109
1934	166

Estos hechos no impiden reconocer la influencia que ha tenido el mercado de papel comercial en la estructura bancaria americana.

Para el Profesor Beckhart, ese mercado ha contribuido grandemente a la organización financiera del país, no solo al hacer posible la distribución de fondos por el aflujo del capital líquido disponible que facilitó un número grande de transacciones sino también al permitir a los bancos a mantener una reserva secundaria con dicho papel, y al facilitar a los prestatarios a obtener las sumas necesarias en el mercado más barato y conveniente.

La continuación de este mercado depende del mantenimiento del sistema unitario de bancos, que aún prevalece actualmente en los EE.UU. Si este Sistema fuere substituído por el de sucursales, no haría falta la existencia de ~~en~~ las casas negociadoras de papel comercial, al asumir las sucursales las funciones que permitirían una mayor movilidad de fondos y de crédito. (1).

V. EL MERCADO DE PRESTAMOS CON CAUCION DE TITULOS EN LA BOLSA NEOPYORQUINA

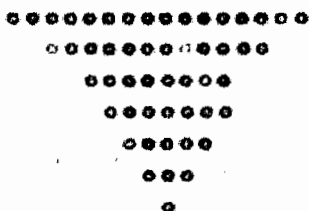
Para terminar este comentario somero que venimos haciendo de los principales mercados abiertos a corto plazo que funcionan en los EE.UU. nos queda por considerar los préstamos con caución de títulos en la Bolsa de Nueva York, que han sido divididos en dos categorías, a saber, los préstamos a la vista (call-loans) y los préstamos a plazos.-

El mercado de préstamos bursátiles es considerado como el más centralizado de los EE.UU. al concertarse las operaciones en la Bolsa neoyorquina. En ella los bancos ofrecen sus disponibilidades a los corredores en títulos, que necesitan una gran cantidad de fondos para financiar no solo sus propias transacciones sino también la de sus clientes.

Ninguno de los papeles que surgen de estas operaciones bursátiles puede redescontarse en la Reserva Federal. Los grandes bancos han sido siempre fuertes prestamistas en este mercado. Los bancos más pequeños han colocado generalmente sus fondos líquidos disponibles en el mercado de papel comercial, o en depósitos con sus bancos corresponsales. Pero en estos últimos años - según Riefler- a quien seguimos en este brevísimo comentario- ha habido un fuerte aumento en los préstamos concedidos por los bancos del Interior.

(1). Véase: THE NEW YORK MONEY MARKET, Volume III, Uses of Funds by Benjamin Haggott Beckhart, New York Columbia University Press, 1932, Part Two, The Commercial Paper Market, páginas 215 a 249.-

Esta tendencia se manifestó claramente a partir del año 1924, cuando aumentaron extraordinariamente los fondos líquidos a corto plazo que se encontraban disponibles para invertirse en operaciones de diversa índole, en momentos en que la declinación del volumen de papel comercial se iniciaba en forma significativa. Debe atribuirse también a esta plétora de fondos líquidos el aumento observado hasta el año 1929 de los préstamos bursátiles por las entidades no bancarias. (1), que como veremos en su momento oportuno fué uno de los factores que impidió un severo contralor del crédito por la Reserva Federal, en los momentos culminantes de la especulación de 1929.-



(1). La denominación común es la de préstamos por cuenta de otros, (loans for account of others).

.....

LOS BANCOS DE LA RESERVA FEDERAL
ANALISIS DINAMICO DEL SISTEMA

....

Acabamos de estudiar en el capítulo segundo la estructura general del mercado monetario americano, por considerarlo conveniente para un conocimiento de las modalidades especial^{es} del crédito que, como es de suponer, influencia la situación de la Reserva.

Pero para una interpretación cabal de la política de crédito del Sistema en la post-guerra, es necesario conocer también los elementos que afectan la demanda y oferta de crédito de la Reserva, así como los resortes técnicos que posee el organismo central para influenciar la situación bancaria y monetaria.-

I. ELEMENTOS QUE AFECTAN LA DEMANDA
Y OFERTA DE CREDITO DE LA RESERVA

Según Goldenweiser (1) estos factores incluirían los cambios producidos en: las existencias aéreas del país, en la moneda en circulación; en la moneda emitida por la Tesorería; en el Capital y Reservas de los bancos del Sistema; en los depósitos de los bancos extranjeros y bancos que no están afiliados a la Reserva Federal y en los depósitos de los bancos miembros en la Reserva Federal .

Vamos entonces cada uno de estos factores, que nos daran una idea de las posibilidades que tiene el Sistema de la Reserva Federal para controlar la moneda y el crédito de los EE.UU.

1.-LAS EXISTENCIAS METALICAS

Comencemos con el primer factor, a saber, las existencias metálicas del país. Todo aumento de las existencias , acrece los fondos a disposición de los bancos miembros del Sistema, los que pueden utilizarlos en reducir su deuda con el Banco Central, o en aumentar su volumen de préstamos.-

(1) Informe Macmillan, Vol. 1, p. 15

A su vez, toda reducción de las tenencias aéreas, producida por una exportación de metálico, reduce las existencias de los bancos miembros, obligándolos a aumentar sus préstamos en el Sistema, a no ser que los Bancos de Reserva compren títulos públicos en el mercado abierto y neutralizando con ello, los efectos producidos por el reflejo aéreo.-

2.-LA MONEDA EN CIRCULACION.

El segundo factor es el de la Moneda en Circulación. Cabe recordar aquí que la gran mayoría de los negocios realizados en los EE.UU. se hacen por medio del cheque, y que una proporción mínima se efectúa por medio de la moneda propiamente dicha. El Doctor Burgess ha demostrado que la demanda de moneda depende fundamentalmente del volumen de salarios pagados; del monto de ventas minoristas y del nivel de precios al detalle, cuya curva conjunta sigue todas las oscilaciones de la moneda en circulación.(1)

Las oscilaciones estacionales en la demanda de moneda constituyen el factor principal en los cambios estacionales producidos en la demanda de crédito de la Reserva. Un aumento ^{en} ~~de~~ la demanda de circulante, significa un mayor requerimiento de fondos de la Reserva, y análogamente una menor demanda implica una menor necesidad de dicho crédito.-

3.-LA MONEDA DE LA TESORERIA FEDERAL

El tercer factor enumerado por el Dr. Goldenweiser es el de la moneda de la Tesorería Federal, que es aquella cuya emisión y cancelación se encuentra fuera de las órbitas de la Reserva Federal. Cuando la Tesorería retira de la circulación billetes de los bancos nacionales, esas extracciones disminuyen la moneda disponible, llenándose el hueco respectivo con billetes de la Reserva Federal, o con oro, todo lo cual aumenta la demanda de crédito de la Reserva. Cuando la Reserva compra plata y emite moneda o certificados de plata, se produce la absorción de una parte de la demanda de circulante y en consecuencia disminuye la demanda de crédito en la Reserva Federal.-

(1). Véase: W. Randolph Burgess, The Reserve Banks and the Money Market, Capítulo IV, Changes in the Currency, pag. 54 a 56.

4.- EL CAPITAL Y RESERVAS DE LOS BANCOS DEL SISTEMA.

El cuarto elemento que juega en las operaciones de crédito de la Reserva es según el Dr. Goldenweiser el Capital y Reservas de los bancos del Sistema. Cuando los bancos miembros aumentan su capital deben invertir una cantidad fija en acciones de los ^{Banco} de Reserva Federal, lo que resulta en una sustracción de fondos del mercado con su respectiva incidencia en las operaciones del Sistema.-

5.- LOS DEPOSITOS DE LOS BANCOS EXTRANJEROS Y BANCOS QUE NO ESTAN AFILIADOS A LA RESERVA FEDERAL.

El quinto factor lo constituye los depósitos de los bancos extranjeros y bancos que no están adheridos a la Reserva Federal. Estos depósitos se forman retirando fondos del mercado y los cambios en este rubro se traducen en modificaciones análogas en la demanda de crédito en la Reserva Federal.

6.- LOS DEPOSITOS DE LOS BANCOS ACCIONISTAS EN LA RESERVA .

El último factor enumerado por el Dr. Goldenweiser a saber los depósitos de los bancos accionistas en la Reserva, es sin duda un elemento de mayor importancia en el análisis de las fuerzas que determinan la política de crédito del Sistema.

Es sabido que la Ley de Reserva Federal exige a los bancos accionistas a mantener depositado en los bancos de Reserva Federal una determinada proporción de sus depósitos.

Cuando surge una demanda pública de oro o de numerario, los bancos accionistas reducen sus depósitos en la Reserva por una suma equivalente y los reponen enseguida con el uso del redescuento, e inversamente, cuando el circulante o el oro afluye a los bancos miembros, se abultan las reservas que éstos poseen en el Banco Central, lo que les permite ya sea reducir su deuda en dicho organismo o expandir sus préstamos al público.

El Dr. Goldenweiser sostiene que existe una enorme diferencia en la situación monetaria, según que los bancos accionistas adopten uno u otro temperamento, esto es, reduzcan su deuda en la Reserva o dilaten sus préstamos. En el primer caso, los fondos son absorbidos por el Sistema, y su resultado es solamente un menor endeudamiento bancario, mientras que en el segundo, el abultamiento de

las reservas provee las bases para una expansión del crédito de los bancos accionistas en una proporción de 15 a 1. En otros términos, 100 millones de dólares que se utilizan para reducir los redescuentos del Banco Central, tienden a aligerar la tensión monetaria, pero 100 millones de dólares que aumenten las reservas, elevan el poder de prestación de los bancos accionistas en 1.500 millones de dólares, suma que al presionar el mercado, tiende a hacer bajar las tasas de interés y a producir una plétora de fondos en el mercado monetario.

Si los bancos accionistas cancelan préstamos por valor de 1.500 millones de dólares, logran disminuir la demanda de crédito de la Reserva por valor de 100 millones de dólares, y análogamente si extienden 1.500 millones de dólares en préstamos adicionales, pueden aumentar sus depósitos y la demanda de crédito en el Banco Central por una suma de 100 millones de dólares. Debido a que es necesario una tremenda liquidación de crédito bancario para conseguir una disminución moderada en la demanda de crédito de la Reserva, ésta ha verificado que no basta con la manipulación de la tasa de descuento para obtener una reducción de la deuda de los bancos accionistas en el Banco Central, sino que es necesario además realizar adquisiciones de títulos públicos en el mercado abierto. Una compra de 100 millones de dólares en títulos por los bancos de Reserva dice el Dr. Goldenweiser tiene el mismo efecto sobre la deuda de los bancos accionistas, que una liquidación de 1.500 millones de dólares en préstamos de los bancos miembros.

Es claro ver entonces que es muy distinta la situación del mercado monetario cuando el producido de las compras de títulos públicos en el mercado abierto se dedica a la cancelación de la deuda de los bancos accionistas en la Reserva, que cuando no existiendo deuda alguna, esas sumas sirven para una expansión del crédito en la proporción de 15 a 1.-

La explicación dada por Goldenweiser reviste pues gran importancia, especialmente cuando sostiene que la política del sistema se verifica y refleja en los depósitos que mantienen los bancos accionistas en la Reserva Federal.

En efecto, cuando el oro entra en momentos en que los ban

cos accionistas se encuentran fuertemente endeudados en el Sistema, el aflujo de metálico disminuye la situación tensa del mercado en la extensión en que se reduce la deuda de los bancos miembros.

Pero si el oro afluye en circunstancias en que los bancos accionistas pueden utilizarlo como base de una expansión del crédito esa importación de metálico, crea una situación de crédito fácil en la proporción de 15 a 1.-

II.- LAS OPERACIONES TECNICAS DE LOS BANCOS DE LA RESERVA FEDERAL.

Para Goldenweiser, la política de crédito de la Reserva puede manifestar^{se} en el funcionamiento de tres resortes técnicos, a saber: los descuentos, las aceptaciones y los títulos del gobierno americano, según lo demuestra en un ejemplo aclaratorio.

Supóngase - dice el estadígrafo americano- una importación de oro de 100 millones de dólares. Cual es la política que adoptará la Reserva Federal? Podrá permitir que los bancos accionistas que se encuentren endeudados en el organismo central, cancelen esas deudas. Esto facilitará indudablemente las condiciones del mercado monetario. O podrá vender las aceptaciones de su cartera con el objeto de absorber los fondos resultantes del aflujo aéreo, pero tal cosa nunca se ha realizado, al ser una política definida de la Reserva, la de no enajenar sus aceptaciones, sino simplemente mantenerlas en su poder hasta el vencimiento de las mismas. La Reserva Federal, podrá asimismo vender títulos públicos en el mercado abierto, por una cantidad equivalente a la entrada de oro, si es que no deseara el establecimiento del crédito fácil en el mercado.

El mecanismo funcionaría en una forma diametralmente opuesta, si en lugar de importaciones de oro, fuera un éxodo de dicho metal el que se produjera en la plaza yanqui. Ante una exportación de 100 millones de dólares, la Reserva podría cruzarse de brazos y permitir entonces que los bancos accionistas acudan al redescuento por una suma equivalente al del reflujo de metálico. El aumento de la deuda de los bancos miembros, se reflejaría enseguida en la tensión monetaria con el alza consiguiente de las tasas de interés. Si la

Reserva deseara evitar esta tensión en el mercado de dinero, podría bajar la tasa de compra a que estaría dispuesta a adquirir aceptaciones bancarias, cuyo acrecentamiento en la cartera del Sistema, tendería a disminuir los efectos de la restricción monetaria ejercida por la misma área. Finalmente, un tercer procedimiento sería la compra de títulos públicos en el mercado abierto, que serviría para llenar el hueco dejado en el mercado por la reducción de las tenencias aéreas.

En síntesis, la política de crédito de la Reserva Federal, se puede manifestar por la utilización de cualquiera de estos tres procedimientos.

Cuando la Reserva descuenta papel comercial a los bancos accionistas, o cuando compra aceptaciones en el mercado abierto, su política de crédito se manifiesta a través de la tasa de interés, mientras que cuando compra o vende títulos públicos, esa política se exterioriza en el monto, oportunidad e insistencia con que se realizan esas adquisiciones o ventas, que afectan la deuda de los bancos accionistas en el Sistema y el nivel de las tasas monetarias.

Acaba de verse que para el cumplimiento de su política de crédito, la Reserva Federal puede efectuar préstamos y descuentos, adquirir aceptaciones y comprar o vender títulos públicos en el mercado abierto.

Es muy conveniente conocer en forma sintética en que consisten esas operaciones, para poder entrar así con mayor conocimiento de causa en la interpretación y análisis de la política de la Reserva Federal en el período post-bélico, que al estudiarla hasta nuestros días, nos llevará a comentar los rasgos fundamentales de la situación bancaria-monetaria de la Presidencia Hoover, y los hechos más significativos ocurridos en lo que va de la actual presidencia de Franklin Delano Roosevelt.

III. LAS OPERACIONES DE PRÉSTAMOS Y DESCUENTOS DE LA RESERVA FEDERAL

Hasta la sanción de la ley de Reserva Federal en 1913, los EE.UU. carecían de un sistema bancario que facilitara las operaciones de crédito en momentos de apremio. Era desconocida la práctica

del redescuento que recién fué implantada con el establecimiento de los Bancos de la Reserva Federal.

Nuestro propósito no es el de extendernos en el mecanismo ni en las minucias de la ley, sino simplemente el de bosquejar las operaciones básicas del Sistema, que nos sirvan de auxilio en la interpretación de los hechos ocurridos en la post-guerra.

Bastará decir aquí simplemente que los Bancos de la Reserva Federal, se encuentran siempre dispuestos a redescantar el papel elegible que les presenten los bancos accionistas.

1.- DISPOSICIONES QUE FIJAN EL CARACTER DEL PAPEL ELEGIBLE .

Para conseguirlo tanto la ley como las disposiciones emanadas del Consejo de la Reserva Federal, han tendido a establecer los recaudos que deben cumplirse para que un papel sea considerado elegible para el redescuento.

El Profesor Edwin Walter Kemmerer de la Universidad de Princeton, explica los principios básicos de los préstamos y redescuentos, en una forma que por lo clara, sintética y autorizada, juzgamos útil dar a conocer aquí. (1)

2.- DURACION DE LOS DOCUMENTOS

Según el economista citado, las disposiciones que fijan el carácter del papel elegible, no solo tienen en cuenta la duración del documento, sino también el propósito para el que fué lanzado al mercado. En punto a la primera condición, esto es, al tiempo, las letras redescantadas deben tener un vencimiento que en el momento del redescuento no sea superior a 90 días (excluyendo los días de gracia), con excepción de las letras y documentos que provengan de operaciones agropecuarias para las cuales el vencimiento podrá llegar hasta seis meses (excluyendo los días de gracia) que puede ascender hasta 9 meses, para un número limitado de operaciones.

Hasta hace poco tiempo, estas disposiciones se venían manteniendo por considerarse que el organismo central de crédito debía encontrarse en una posición esencialmente líquida que exigía que sus

(1). Véase: THE A.B.C. OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, by Edwin Walter Kemmerer, Princeton, Princeton University Press, 1932 pag. 71 a 76.-

70.
disponibilidades fueran colocadas a corto plazo. Pero pareciera ser que este pensamiento viene siendo abandonado a juzgar por una ley reciente del 19 de Junio de 1934, que autoriza a los bancos de Reserva a conceder préstamos a la industria por plazos que no excedan de cinco años-

3.- FINES PARA QUE SE LIBRAN LOS PAPELES .

En lo que concierne a los propósitos y fines de las letras que se llevan al redescuento, la ley tiende a limitarlas a dos categorías o clases de papel, a saber, los pagarés y letras de cambio que llevan el endoso de un banco miembro o de un banco federal de crédito intermediario y que provengan de transacciones comerciales verdaderas, esto es, que hayan sido lanzadas al mercado para fines agrícolas, industriales o comerciales, o cuyo producido sea utilizado para tales fines, y los giros, pagarés y letras de cambio que lleven el endoso de un banco miembro y sea emitidos con el objeto de negociar en títulos y letras del gobierno de los EE.UU. Con excepción de los títulos gubernamentales americanos, la ley prohíbe expresamente que los Bancos de Reserva redescuenten el papel destinado a la negociación de acciones, bonos u otros papeles de inversión.

4.- LOS ADELANTOS CON CAUCION DE TITULOS PUBLICOS .

Fueron éstos los únicos papeles en que habían pensado los creadores de la ley, pero a raíz de la guerra, se introdujo en el Sistema una categoría de adelantos, con garantía de títulos públicos que iba a ser más tarde severamente criticada por los economistas, que como H. Parker Willis, sostienen que ese sistema de adelantos ha permitido el relajamiento del contralor de la Reserva sobre los bancos accionistas, al facilitar enormemente las operaciones especulativas a que se han dedicado en la última década los bancos comerciales de los EE.UU.

Ahora bien, la modificación bélica consistía en la autorización de descontar los propios pagarés de los bancos accionistas cuyo vencimiento no podría pasar de 15 días y cuya garantía debería consistir de pagarés, giros, letras de cambio y aceptaciones bancarias que fueren elegibles para el redescuento o compra por los bancos de la Reserva Federal, o de bonos o letras del gobierno de los EE.UU. (ley del 7 de Setiembre de 1916).

Esta autorización resultó muy útil para financiar las compras de títulos de los Empréstitos de la Libertad y Certificados de la Deuda Americana, que realizaron los bancos por cuenta propia o de su clientela. En el mes de Diciembre de 1918 las letras descontadas con caución de títulos públicos representaban el 82 % del total de documentos descontados por la Reserva Federal.

Esta proporción se redujo al 69 % en Diciembre de 1919 y al 42 % en Diciembre de 1920. En el período post-bélico la Reserva no logró eliminar esta clase de operaciones que modificaron el carácter del redescuento establecido en la ley del año 1913, según puede comprobarse en el cuadro N. 18, en donde el porciento del papel caucionado con títulos públicos respecto al total de documentos descontados pasó del 42 % en Diciembre de 1921 al 60 % en Diciembre de 1925, al 72 % en Diciembre de 1927 y al 49 % en Diciembre de 1934.-

5.- EL REDESCUENTO Y LA LEY GLASS- STEAGALL.

Por último las prácticas del redescuento han sufrido recientemente nuevas modificaciones en la Ley Glass- Steagall aprobada por el Congreso americano el día 27 de Febrero de 1932.

Esta ley cuyo análisis realizaremos al estudiar la política de la Reserva Federal en el año 1932, dispone entre otras cosas, que los bancos miembros, ya sea en número de cinco o más, o ya sea en carácter individual pueden obtener préstamos de los Bancos de Reserva, con garantías de papel que hasta ese entonces se consideraba como no elegible. Este privilegio puede únicamente utilizarse si los bancos solicitantes carecen de papel elegible en sus carteras, que les permita la obtención de fondos de la Reserva, en la forma acostumbrada. Además la tasa de interés que deberán pagar al Banco de Reserva será superior en 1 % a su tasa de descuento, y por último la garantía que se ofreciere será analizada y aprobada por el Banco de Reserva y el Consejo de Reserva Federal, no pudiendo esa garantía estar constituida en ninguna forma por títulos u obligaciones extranjeras.

N. 18.0 CLASIFICACION DE LAS LETRAS DESCONTADAS POR LA RESERVA

F E D E R A L

Fin de Diciembre
de :

Letras Descontadas
Con caución de títulos públicos Otros Descuentos Total

Letras Descontadas
Con caución de títulos públicos Otros Descuentos Total

(En miles de dólares)

(% sobre el total)

1914
1915
1916
1917
1918
1919
1920
1921
19 22
1923
1924
1925
1926
1927
1928
1929
19 30
1931
1932
1933
1934

-----	9.909	9.909
-----	32.368	32.368
-----	30.196	30.196
283.421	397.285	680.706
1.400.371	302.567	1702.938
1.510.364	684.514	2.194.878
1.141.036	1.578.098	2.719.134
485.233	659.113	1.144.346
331.790	285.990	617.780
353.685	369.383	723.068
186.840	127.288	314. 128
382.151	253.042	635.193
365.280	271.348	636.628
417.729	163.774	581.503
659.216	397.250	1.056.466
353.528	278.893	632.421
89.421	161.977	251.398
321.196	317.167	638.293
61.000	173.932	234.932
28.291	70.299	97.590
3.494	3.568	7.062

-----	100	100
-----	100	100
-----	100	100
42	58	100
82	18	100
69	31	100
42	58	100
42	58	100
54	46	100
49	51	100
59	41	100
60	40	100
57	43	100
72	28	100
62	38	100
56	44	100
36	64	100
50	50	100
2 6	74	100
28	72	100
49	51	100

IV LAS OPERACIONES EN ACEPTACIONES BANCARIAS.

Ya hemos tratado del carácter, desenvolvimiento y perspectivas del mercado de aceptaciones bancarias en el capítulo Segundo. Hemos visto entonces, como la aceptación es un documento comercial de vida relativamente reciente en los EE.UU. al no existir con anterioridad a la ley de Reserva de 1913. Hemos estudiado también como ésta, al autorizar a los bancos nacionales a aceptar las letras provenientes de las operaciones de importación y exportación de mercancías, tenía por objeto la creación de un papel que por su carácter de liquidez, su bondad intrínseca, y especialmente su enorme negociabilidad, sirviera para encauzar los fondos disponibles que hasta ese entonces habían alimentado las transacciones bursátiles (call-loans), hacia un documento que constituiría una de las inversiones más convenientes del mercado monetario.

Se deseaba ante todo independizarse de la plaza inglesa, que mantenía un predominio absoluto sobre las operaciones de crédito internacional, por el enorme prestigio que mantenían las casas de aceptación de Londres, que hacían de la aceptación girada en libras esterlinas, un documento de primer orden en liquidez y circulación mundial.

Hemos notado también, como la Reserva ha debido sostener el mercado y como las diversas modificaciones introducidas en la ley primitiva, quitaron al papel el carácter líquido que es su característica fundamental, al permitirse el negocio de aceptación para operaciones de almacenaje de mercancías entre naciones extranjeras, que en rigor de verdad no se realizaban con ese fin, sino con el de facilitar capital circulante o fijo a empresas que ante el cierre de los mercados a largo plazo ocurrido en el año 1929, se encontraban dificultades para proseguir sus negocios.

Conocidos ya todos estos hechos, nos corresponde referirnos solamente a la función que desempeña la Reserva Federal en el mercado de aceptaciones bancarias.

1.- LA POSICION DE LA RESERVA FEDERAL EN EL MERCADO DE ACEPTACIONES

Los bancos de Reserva, no van al mercado abierto a comprar las aceptaciones, sino que establecen una tasa de compra a la que

están dispuestos a adquirir todos los documentos que se le presenten. En otros términos, es mediante la acción ejercida por el tipo de interés, que se adquieren las aceptaciones bancarias. La intervención de la Reserva no es entonces activa, como ocurre en las operaciones de compra o venta de títulos públicos en el mercado abierto, en que aquella interviene directamente en el mercado adquiriendo o enajenando toda la cantidad de papeles que crea conveniente .

2.- LA OPINION DEL PROFESOR WEYFORTH .

Estas consideraciones son fundamentalmente ciertas, no obstante que no en todas las compras de aceptaciones, la Reserva actúa en carácter pasivo, y ello se debe a que las compras en que interviene directamente, no reflejan la política de crédito de la Reserva de modo que en realidad la situación es como se ha enunciado más arriba. En efecto, según el Profesor William O. Weyforth de la Universidad norteamericana de John Hopkins (1), las aceptaciones compradas se dividen en tres categorías, a saber: a) las adquiridas por los bancos de Reserva para su propia cartera; b) las compras que los bancos de Reserva realizan en los EE.UU. por cuenta de bancos extranjeros de emisión y c), compras que hacen los Bancos de Reserva en el extranjero para su propia cartera. En la primer clase de compras , los bancos de Reserva no toman la iniciativa, sino que simplemente están prontos para adquirir cualquier aceptación que se les ofrezca a la tasa ya previamente estipulada. En las compras del segundo tipo, los bancos de Reserva deben ir al mercado a buscar las letras, pero en este caso actúan meramente como agentes de los bancos extranjeros y no bajo su propia iniciativa. Unicamente tratándose de las operaciones del tercer tipo, tienen los bancos de Reserva la iniciativa en la compra de aceptaciones.

(1). Véase: THE FEDERAL RESERVE BOARD, a study of Federal Reserve Structure and Credit Control, by William O. Weyforth, Baltimore, The Johns Hopkins Press, 1933, Capítulo IV, Open Market Operations, páginas 87 a 111.-

Algunas de estas compras han sido hechas con el propósito de sostener las tasas de cambio extranjeras, pero la mayoría han sido el resultado de acuerdos de crédito establecidos con algunos bancos centrales europeos, durante el período 1925-a 1931, de modo que en tales circunstancias, la iniciativa de los bancos de reserva ha consistido más bien en la negociación de los acuerdos que en la determinación de compras específicas de aceptaciones. Esto nos aclara lo manifestado anteriormente, o sea que las compras de aceptaciones que efectúa la Reserva para la formación de su propia cartera y que determina la política de crédito del Sistema, tienen un carácter pasivo al exteriorizarse únicamente en el tipo de interés a que está dispuesta a adquirir dichos papeles.

3.- LA TASA DE COMPRA DE LAS ACEPTACIONES Y EL MERCADO MONETARIO.

Las otras adquisiciones no tienen sino un carácter subsidiario y en consecuencia no afectan las manifestaciones hechas sobre la dinámica del mercado, que rige primordialmente para las aceptaciones que los Bancos de Reserva adquieren en los mercados nacionales para la formación de su propia cartera.

Hemos recalcado ya estos hechos cuando escribíamos en 1932 sobre temas bancarios desde la Universidad de Columbia en Nueva York.

(1)

Decíamos en ese entonces que en la compra de aceptaciones la Reserva no asume un papel activo en el mercado. El hecho que adquiere todas las aceptaciones que se le presentan al precio de compra previamente fijado, hace que la única influencia del Sistema en el mercado de aceptaciones, se manifieste en la modificación de las tasas de compra a que esté dispuesto a adquirir tales papeles en el mercado. Pero como esta tasa sigue generalmente las tendencias del mercado, acontece a menudo que el Sistema se encuentra en la imposibilidad de obtener la cantidad suficiente de papel como para influenciar la situación monetaria. Sucede asimismo que no obstante la reducción en la tasa de compra de dichas aceptaciones, no se produce un aflujo de ese papel al Sistema, debido a una reducción más sen-

(1). Véase: ACOTACIONES A LA SITUACION MONETARIA INTERNACIONAL Y DE LOS EE.UU. por Julio Breide, Buenos Aires, 1932, pag. 54.

sible de las tasas vigentes en el mercado, como se ha verificado ultimamente en que las aceptaciones compradas por el Sistema han disminuido apreciablemente.-

Confirma esta opinión el juicio del Dr. Riefler, que en el estudio a que ya hemos ^{hecho} referencia en diversas oportunidades, sostiene (1) que los bancos de Reserva, no compran o venden aceptaciones bajo su propia iniciativa, sino que establecen tasas a las que están prontos a comprar prácticamente todas las aceptaciones elegibles que se les ofrezcan, en una forma análoga a la que están dispuestos a prestar a los bancos accionistas, al tipo de interés establecido por su Oficina de Préstamos y Descuentos.

La tasa de compra que establecen los bancos de Reserva, para las aceptaciones, afecta evidentemente el volumen de letras que le son ofrecidas, y que deben ser compradas con fondos que si bien son grandes, no por eso son ilimitados. Hay en rigor, límites al nivel que adoptan las tasas en el mercado monetario, las que se encuentran fijadas por la situación general de crédito porque atraviesa el país.

V. LAS OPERACIONES DE MERCADO

ABIERTO

Acabamos de referirnos en párrafos anteriores al carácter pasivo que asume la Reserva Federal en el mercado de aceptaciones. No acontece lo mismo en las operaciones de mercado abierto en títulos públicos, en que el Sistema procede bajo su propia iniciativa toda vez que lo considere oportuno y necesario.

1.- LAS DISPOSICIONES LEGALES.-

Veamos en primer lugar en que consisten esas operaciones, para lo cual nada más oportuno que conocer sucintamente las disposiciones legales que se encuentran establecidas en la Ley de Reserva Federal.

Esas disposiciones se encuentran en la sección 14 de la Ley de Reserva Federal que en síntesis autoriza la realización de las

(1). Op. Cit. pag. 21 a 23.-

siguientes clases de operaciones en el mercado abierto : (1)

(1) A título ilustrativo consideramos conveniente dar a conocer aquí in extenso dicho artículo 14. He lo aquí." Todo banco de Reserva puede de acuerdo a las reglas y regulaciones prescriptas por el Consejo de Reserva Federal, comprar y vender en el mercado abierto, ya sea local o foráneo, de bancos locales o extranjeros, de firmas, corporaciones, o individuos, las transferencias telegráficas, aceptaciones bancarias y letras de cambio de las clases y vencimientos que esta ley considera elegibles para el redescuento, con o sin el endoso de un banco miembro.

Todo banco de Reserva tendrá poder para:

- a). negociar en oro amonedado o en lingotes en el mercado local o en el extranjero, efectuar préstamos, cambiar billetes de la Reserva Federal por oro, oro amonedado, o certificados de oro y contratar préstamos de monedas de oro o lingotes, dando la garantía necesaria y aceptable, en que se incluya la prenda de los bonos de los Estados Unidos, o de otros títulos que los bancos de Reserva Federal se encuentren autorizados a mantener.-
- b).- Comprar y vender en el mercado local o en el extranjero bonos y letras de los EE.UU. y letras, notas bonos de recaudaciones y warrants con un vencimiento que desde la fecha de adquisición no exceda de seis meses, emitidos en anticipación del cobro de impuestos o en anticipación de la recepción de recaudaciones garantizadas de cualquier estado, condado, distrito, subdivisión política o municipalidad de los EE.UU. en que se incluyan los distritos de irrigación y drenaje, siempre que esas compras sean hechas de acuerdo con las reglas y regulaciones prescriptas por el Consejo de Reserva Federal.
- c).- Comprar de los bancos accionistas y a vender con o sin su endoso, letras de cambio que surjan de transacciones comerciales, según se ha definido en otras secciones de la Ley de Reserva.
- d).- A establecer de tiempo en tiempo, las tasas de descuento que cobrarán los bancos de Reserva Federal por cada clase de papel, que se establezcan con el propósito de facilitar las operaciones del comercio, y se hallaran sujetas a la revisión y aprobación del Consejo de Reserva Federal.-
- e).- A establecer cuentas con otros bancos de Reserva Federal, para propósitos de cambio y con el consentimiento orden y dirección del Consejo de Reserva Federal, así como bajo las regulaciones prescriptas por dicho Consejo, a abrir y mantener cuentas en naciones extranjeras, nombrar corresponsales y establecer agencias en dichas naciones, cuando se considere conveniente con el fin de comprar, vender y cobrar letras de cambio, así como vender y comprar con o sin su endoso por medio de tales corresponsales o agencias, las letras de cambio (o aceptaciones) que surjan de transacciones comerciales actuales que no tengan una duración mayor de 90 días, excluyendo los días de gracia, y que lleven la firma de dos o más partes responsables y abrir y mantener cuentas bancarias para tales corresponsales o agencias, con el consentimiento del Consejo de Reserva Federal. Toda vez que tal cuenta haya sido abierta o tal agencia o corresponsal haya sido designado por un Banco de Reserva Federal, con el consentimiento y aprobación del Consejo de Reserva, se les autorizará para conducir por medio del Banco de Reserva Federal correspondiente que haya abierto esa cuenta o designado esa agencia o corresponsal-- las operaciones autorizadas por esta Sección, bajo las reglas y regulaciones que prescribirá el Consejo.-
- f).- A comprar y vender en el mercado abierto, ya sea de bancos locales, firmas, corporaciones o individuos, las aceptaciones de los bancos federales de crédito intermediario y de la Corporación nacional de Crédito agrícola cuando el consejo de Reserva Federal declare que un interés público así lo exige.-
- g). El Consejo de Reserva Federal ejercitará un contralor especial sobre todas las relaciones y transacciones de cualquier naturaleza realizadas por cualquier banco de Reserva Federal con un banco o banco extranjero o con cualquier grupo de bancos o banqueros extranjeros, y todas esas relaciones y transacciones estarán sujetas a las regulaciones, condiciones y limitaciones que prescriba el Consejo.

- 1). La compra y venta de transferencias cablegráficas, aceptaciones bancarias, y letras de cambio de las clases y vencimientos que se consideran elegibles para el redescuento.
- 2). Las negociaciones en oro amonedado y en barras.
- 3). Las compra y venta de warrants con un vencimiento no mayor de seis meses desde la fecha de adquisición, que hayan sido emitidos en anticipo del cobro de impuestos o de las recaudaciones garantidas por cualquier estado, o subdivisión política de los EE UU.
- 4). Las compras y venta de bonos y letras del gobierno de los EE.UU. (títulos públicos).
- 5). La compra y venta de aceptaciones de los bancos Federales de crédito intermediario y de la Corporación Nacional de Crédito agrícola, toda vez que el Consejo de Reserva Federal declare que hay un interés público que así lo exija.

Se observará como la ley incluye las aceptaciones dentro de la nomenclatura general de las operaciones de mercado abierto. Nosotros hemos considerado oportuno analizarlas separadamente, por tener las aceptaciones bancarias un comportamiento dinámico distinto al de los títulos públicos.

Conocida la ley que rige estas operaciones, es conveniente ver rápidamente el carácter, objetivo, y dinámica de este mecanismo de mercado abierto, que ha sido ~~una~~ utilizado con extraordinaria intensidad en los últimos años.

Ningun funcionario o representante de cualquier banco de Reserva podrá conducir negociaciones de cualquier naturaleza con los funcionarios o representantes de cualquier banco extranjero sin obtener previamente la autorización del Consejo de la Reserva Federal. El Consejo de la Reserva Federal tendrá el derecho discrecional de estar representado en cualquier conferencia o negociación por el o los representantes que juzgue conveniente designar. Un informe completo de todas las conferencias o negociaciones y de todos los acuerdos a que se arribe así como todo los hechos que se refieran a dichas conferencias o negociaciones serán entregados al Consejo de Reserva Federal en un escrito debidamente autorizado por un funcionario de cada uno de los bancos de Reserva Federal que haya participado en dichas conferencias o negociaciones. (Véase: THE FEDERAL RESERVE ACT, approved December 23, 1913, as amended to July 1, 1933, compiled under the direction of Federal Reserve Board, Washington, 1933, pag. 66 a 68.)

2.- LA INTERVENCION ACTIVA DEL SISTEMA EN LAS OPERACIONES DE MERCADO

ABIERTO.

Nos hemos referido ya antes, al caracter activo que revisten las compras de títulos públicos en el mercado abierto.

Este caracter ha sido ratificado en diversas oportunidades por los funcionarios más conspicuos del Sistema. Sin ir más lejos, tenemos la opinión autorizada que dió el Gobernador del Banco de Reserva Federal de Nueva York, Mr. Benjamin Strong, que en su comparendo ante la Comisión de Bancos y Moneda de la Cámara de Representantes de los EE.UU. en Abril de 1926, sostuvo que mientras en las compras de aceptaciones la Reserva no procedía bajo su propia iniciativa, ello no ocurría en el caso de las adquisiciones de certificados gubernamentales a corto plazo, o de títulos públicos de otra naturaleza, en que existía un acto voluntario del Sistema.

El Gobernador Strong dió a conocer los fines que tuvo la Reserva al realizar las compras de mercado abierto de 1924, que son un ejemplo del caracter activo que asume el Sistema en esta clase de operaciones.

Según Mr. Strong, entre los objetivos de la campaña de mercado abierto de 1924, se encontraban:

- 1). Acelerar el proceso de cancelación de las deudas que tenían los bancos accionistas con la Reserva Federal, en forma que se lograra disminuir la liquidación de los préstamos.
- 2). Entregar un activo a los bancos de Reserva Federal, que no podría ser automáticamente liquidado, como resultado de importaciones de metales, de tal modo, que si posteriormente, se desarrollara una tendencia inflacionista surgida de aflujos europeos excesivos, pudiera a lo menos existir posibilidades de neutralizar tal tendencia por la venta de esos títulos, obligando así a los bancos accionistas a incurrir en nuevas deudas en los Bancos de Reserva que hicieran efectiva la tasa de descuento del Sistema.
- 3). Facilitar una modificación en los tipos de intereses que regían en los mercados de Nueva York y Londres, sin preponderar a la inflación mediante el establecimiento de una tasa de interés ligeramente inferior en los EE.UU. en momentos en que caían los precios y en

que el peligro de un alza inconveniente de las cotizaciones era mínima.

4). Encauzar los empréstitos extranjeros en el mercado estadounidense, con el objeto de establecer los créditos necesarios que facilitarían la exportación de productos americanos, dando preferencia a los artículos agropecuarios.

5). Prestar toda la ayuda posible en la recuperación de la libra esterlina, y la reanudación del patrón oro por parte de Gran Bretaña.

6). Neutralizar las dificultades que se venían observando en la situación bancaria del Oeste y Nor-oeste, manifestada en un aumento de las quiebras bancarias.

Este enunciado somero de los distintos puntos económicos y monetarios que se tuvo en vista según el Gobernador Strong (1) al realizar las compras de títulos públicos en el año 1924, demuestra evidentemente las múltiples repercusiones que una medida de esta naturaleza puede tener no solo en la estructura monetaria del país, sino también en el ordenamiento monetario internacional.

Si los resultados que tratan de obtenerse con una política de mercado abierto pueden ser muy variados, según acaba de verse en las opiniones del Gobernador Strong, de la Reserva de Nueva York, los fenómenos dinámicos que se producen al ponerse en ejecución las operaciones de mercado abierto, son mucho más fáciles de establecer y de localizar.-

3.- LA DINAMICA DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO/

Toda compra de títulos públicos se traduce en un aumento de las disponibilidades de los bancos comerciales. Esto es así, porque la Reserva al adquirir los títulos de un particular o empresa cualquiera en el mercado abierto, entrega una cantidad equivalente en un cheque, que es depositado en un banco donde tiene cuenta corriente el vendedor del título. La compra del papel fiscal por la Reserva, se

(1). Véase: INTERPRETATIONS OF FEDERAL RESERVE POLICY in the speeches and writings of Benjamin Strong, Edited by W. Randolph Burgess, New York 1930, cap. XVI, denominado Open Market Operations, pag. 254 a 261.-

refleja entonces en un aumento de los fondos en poder de los bancos comerciales. Si estos han acudido fuertemente al redescuento en el Banco Central, procederán a reducirlo gracias al abultamiento producido en sus existencias. En otros términos, en periodos de tensión monetaria en que los bancos accionistas han redescontado fuertemente su cartera en el Sistema, toda compra de títulos públicos por el Banco Central traerá una reducción del papel redescontado y de las tasas monetarias vigentes en el mercado.

Si cuando el Sistema realiza las compras de títulos públicos la situación del mercado es de holgura manifiesta al estar los redescuentos en su nivel mínimo, toda adquisición de papeles fiscales al propender a aumentar las existencias bancarias, servirá para dilatar los depósitos que los bancos accionistas mantienen en los Bancos de Reserva, los que al ser superiores a los mínimos legales, tenderán a producir nuevas reducciones en los tipos de interés y a crear las posibilidades de una expansión del crédito.

Las ventas de títulos públicos producirán un efecto inverso en la situación del mercado de dinero.-

4.- LOS MOVIMIENTOS DE ORO Y LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO.

Generalmente los periodos de tensión o facilidad monetaria están ligados a los movimientos de metálico. Para neutralizar los efectos que pueda tener el aflujo o reflujó aureo en la situación del mercado monetario, los bancos centrales proceden a realizar operaciones en el mercado abierto.

El fenómeno producido es idéntico en su faz dinámica al proceso que acabamos de explicar, según tuvimos ocasión de enunciar en otra oportunidad cuando al estudiar las oscilaciones de los stocks metálicos dijimos lo siguiente: Si se produce un exodo de oro el Banco Central lo neutraliza mediante la compra de títulos y letras en el mercado abierto, con lo que vuelven al mercado los fondos que se hubiesen retirado a raíz de la salida del oro. A la inversa, si se produce un aflujo de oro, el Banco vende las letras y títulos en el mercado abierto con lo que logra anular el efecto perturbador del aumento del metal amarillo. Efectivamente, al vender los títulos en el mercado, entra a sus arcas la cantidad suficiente de fondos que se sustraen de la circulación y que si llegan a una suma que coincide con el oro importado, mantiene la circulación a un nivel estable(1)

(1). Véase: Tópicos monetarios y bancarios de actualidad en el orden internacional por Julio Broide, Bs.As. 1930, pg. 22.-

5.- BREVE RESERVA DE LA IMPORTANCIA Y EVOLUCION DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO EN LA POST-GUERRA.

La importancia técnica de las operaciones de mercado abierto fué recién vislumbrada en el período postbélico.

El Profesor de Economía Política de la Universidad de Johns Hopkins, Mr. William O. Weyferth, a quien seguimos en esta reseña, sostiene que en los círculos oficiales de la Reserva se daba a fines de 1922 poco valor a las operaciones de mercado abierto como instrumento de control bancario. (1)

En las postrimerías del año 1921, diversos bancos de Reserva comenzaron a adquirir títulos públicos, no ya para modificar las tendencias del mercado monetario, sino para hacerse de recursos, ante la declinación operada en los redescuentos, a raíz de las fuertes importaciones de metálico.

El propósito era de obtener ganancias suficientes, para pagar los gastos generales del Sistema. Al comprar títulos públicos no se tenía otro fin que impedir que el funcionamiento de los bancos de Reserva Federal se realizara a pérdida, esto es, que no rindiera las sumas suficientes para satisfacer sus gastos generales.

No existía pues la idea de realizar una política determinada de crédito. Pero como observa acertadamente el Profesor Weyferth los objetivos tenidos en cuenta al efectuar dichas adquisiciones no se cumplieron, puesto que el aumento en la cartera de papeles fiscales, no trajo consigo un acrecentamiento del activo fructífero de la Reserva, desde que las compras en el mercado abierto, fueron neutralizadas por una declinación aún mayor de las letras descontadas.

Se encontró así, que como resultado de las operaciones de mercado abierto realizadas durante los años 1922 y 1923, los bancos de Reserva, toda vez que adquirían títulos públicos, sufrían una merma en su cartera de papel redescotado, y toda vez que vendían obligaciones gubernamentales acusaban un aumento en sus redescuentos. Se verificó entonces lo que ya hemos dicho en distintas oportunidades y que volveremos nuevamente a repetir por constituir un hecho fundamental para interpretar la política de crédito del Sistema.

(1). Véase The Federal Reserve Board, A study of Federal Reserve (1). Véase The Federal Reserve Board, A study of Federal Reserve (1). Véase The Federal Reserve Board, A study of Federal Reserve

Esta verificación era que cuando los bancos miembros se encontraban con un exceso de reservas debido a las compras de títulos públicos efectuados por el Sistema, existía la tendencia de usar dichos remanentes en la cancelación de los redescuentos, e inversamente cuando los bancos accionistas tenían sus reservas exhaustas a causa de la enajenación de papeles fiscales, estaban obligados a restablecerlas acudiendo al redescuento.

Este funcionamiento dinámico dió lugar a que se incluyeran las operaciones de mercado abierto entre los resortes técnicos utilizados por los Bancos de Reserva Federal para hacer efectiva su política de descuento.-

Pero como apunta muy agudamente Mr. Weyforth , las operaciones de mercado abierto, constituyen algo más que un mero suplemento a la política de descuento del Sistema. Cuando los bancos accionistas no se encuentran endeudados en la Reserva , toda compra de títulos , tendrá una influencia importante en la tendencia de expansión del crédito, o si aún los bancos miembros están obteniendo fondos prestados de la Reserva, todo aumento en las tenencias de títulos por el Sistema puede traducirse en una declinación de esos préstamos , siempre que la expansión de los negocios o la actividad especulativa , tienda a aumentar el volumen de crédito, sin contar la enorme importancia que esas transacciones revisten como elemento neutralizador de los movimientos de metálico.

6.-LAS COMISIONES DE MERCADO ABIERTO .

Al comenzar estas prácticas de mercado abierto, no existió unidad de criterio en cuanto al plazo y modalidades en que debían efectuarse las operaciones, ya que cada banco de Reserva podía proceder por su cuenta. Con el fin de uniformar el procedimiento es que en Mayo de 1922, los gobernadores de los Bancos de Reserva decidieron crear una comisión formada por los gobernadores de los Bancos de Reserva de Boston, Nueva York, Filadelfia, y Chicago, que tuviera a su cargo la ordenación de las operaciones. En Octubre del mismo año, esa Comisión aumentó sus funciones , al considerarse autorizada para recomendar a los Bancos de Reserva Federal sobre la conveniencia de comprar o vender títulos públicos. En el verano de 1923

1923, el Consejo de Reserva Federal decidió reorganizar el procedimiento de la Comisión, así como la designación de sus miembros que estarían a cargo del Consejo de la Reserva Federal, el que tendría el contralor general de ese organismo.

Esa Comisión fué conocida desde ese momento como la Comisión de Inversiones de Mercado Abierto del Sistema de la Reserva Federal. Se reconoció en ese entonces la importancia que tenían esas operaciones para la política de crédito del Sistema, y se consideró como deberes de la Comisión, la de recomendar los planes para la compra, venta y distribución de los títulos públicos.

En el Otoño de 1923, se realizó un acuerdo por el que se creó una "Cuenta de Inversión del Sistema de Mercado Abierto", (system open-market investment account),. De acuerdo a este plan, la Comisión haría compras de títulos públicos por cuenta del Sistema, las que serían prorrateadas entre los doce bancos de Reserva Federal. Se informaba de las posibles compras a cada uno de los bancos, los que no estaban obligados a participar en el prorrateo, mientras no aprobaran la operación.

Pareciera ser que hubo algún desacuerdo entre los distintos bancos de Reserva, respecto al funcionamiento de la Comisión de Mercado Abierto, especialmente después de las operaciones del año 1927, que se exteriorizó en un nuevo procedimiento que fué aprobado el 25 de Marzo de 1930, y que disponía lo siguiente:

- 1).- La disolución de la actual Comisión de Inversiones de Mercado Abierto, y su substitución por una nueva Comisión de carácter voluntario, que sería conocida con el nombre de "Conferencia de Mercado Abierto" (open market policy conference).
- 2).- La Conferencia de Mercado Abierto, estaría formada de un representante de cada banco de Reserva Federal, designado por el Directorio del Banco.
- 3).- La Conferencia se reuniría con el Consejo de Reserva Federal a pedido del Gobernador del Consejo de Reserva Federal, o del Presidente de la Comisión Ejecutiva, después de una consulta con el Gobernador del Consejo de Reserva Federal.

4). Las funciones de la Conferencia de Mercado Abierto, serian las de considerar, desarrollar y recomendar la política y planes referentes a las operaciones de mercado abierto.

5). El tiempo, caracter y volumen de las operaciones se fijarian teniendo en cuenta las conveniencias del comercio y la situación de crédito del país.

6).- Las conclusiones y recomendaciones de la Conferencia de Mercado Abierto, una vez aprobadas por el Consejo de Reserva Federal serian sometidas a cada uno de los Bancos de Reserva para determinar su participación en cualquier compra o venta recomendada por dicha Conferencia. Cualquier banco de Reserva que discrepara con la política propuesta debería informar de las razones de la disidencia, al Consejo de Reserva Federal y al Presidente de la Comisión Ejecutiva.

7). Se elegiría una Comisión Ejecutiva de cinco miembros entre los componentes de la Conferencia por un plazo de un año, con amplios derechos para actuar en la ejecución de la política adoptada por la Conferencia de Mercado Abierto, y aprobada por el Consejo de Reserva Federal, así como para realizar reuniones con el Consejo de Reserva todas las veces que se juzgara oportuno.

8.- Cada banco de Reserva Federal que participara en la Conferencia de Mercado abierto, no se considerará como renunciante a ninguno de los derechos que posea según la ley de Reserva Federal y tendrá la opción de retirarse como miembro de la Conferencia, debiendo respetar sus decisiones mientras no formalice su separación.

LA LEY BANCARIA DEL AÑO 1933 Y LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO.

La ley bancaria de 1933, ha legalizado este procedimiento que surgió de la necesidad de coordinar las operaciones de mercado abierto. Esta ley dispone la creación de una "Comisión Federal de Mercado Abierto" (Federal Open Market Committee), formada de un número de miembros igual al número de distritos de la Reserva Federal existentes en los EE.UU. debiendo seleccionarse un miembro por el Directorio de cada banco de Reserva. Los miembros del Consejo de la Reserva Federal pueden atender las reuniones de la Comisión todas las veces que crean oportuno. Estas reuniones se efectuaran en Washing-

ton , y se realizaran por lo menos cuagre veces al año, ante el pe-
dido del Gobernador del Consejo de Reserva Federal, o de tres miem-
bros de la Comisión. Ningún banco de Reserva Federal podrá encargar-
se de operaciones de mercado abierto salvo que lo hiciera de acuer-
do a los reglamentos adoptados por el Consejo de Reserva Federal,
debiendo se tenerse muy en cuenta, que tanto el tiempo como el carac-
ter y el volumen de las compras y ventas se realicen respondiendo
a las necesidades del comercio y la situación general de crédito del
país.

La participación de cada uno de los bancos de Reserva en las
operaciones recomendadas sigue siendo completamente voluntaria ya
que se dispone que si cualquier banco de Reserva Federal no esté dis-
puesto a participar en las operaciones de mercado abierto, deberá
presentar al Presidente de la Comisión Federal de Mercado Abierto,
un escrito dando a conocer esa decisión que no podrá demorarse por
más de treinta días y transmitir una copia de esa comunicación al
Consejo de Reserva Federal.-

.....
.....
.....
.....
.....
.....
.....

C A P I T U L O

C U A R T O

.....

DESARROLLO DE LA POLITICA DE
CREDITO DE LA RESERVA FEDERAL
EN EL PERIODO POST-BELICO (AÑOS
1921 -- 1932)

.....

En los dos capítulos anteriores hemos estudiado la estructura general del mercado monetario americano y las operaciones de la Reserva Federal, bosquejando en forma rápida las prácticas del redescuento, de las aceptaciones bancarias y del mercado abierto.

Nos encontramos ahora capacitados para iniciar el análisis retrospectivo de la política del Sistema en el período de la post-guerra, a partir del año 1921.

Con anterioridad a esa fecha, la Reserva Federal desarrolló sus actividades en un ambiente completamente anormal. No bien inició sus operaciones en el año 1914, se vio envuelta en las dificultades sobrevinidas a raíz de la declaración de la guerra europea. La absorción de los grandes empréstitos emitidos en ese entonces por el gobierno americano, se vio extraordinariamente facilitada por la intervención de los Bancos de la Reserva Federal.

Puede decirse que todas las actividades del Sistema se vieron influenciadas durante ese período por la acción de la Tesorería Americana. La financiación de los empréstitos de la Libertad, no se hubiera podido realizar si no hubiera mediado el apoyo decidido de la Reserva Federal. Todo ello hace que cualquier análisis que quiera efectuarse de la política del Sistema, tiene que iniciarse recién en el año 1921, pues es en esos momentos cuando puede decirse que el mercado monetario de los EE.UU. empieza a volver a la normalidad, después de muchos años de perturbaciones producidas por las necesidades extraordinarias del Tesoro Federal.

1.- LOS PRESTAMOS COMERCIALES, LOS PRECIOS Y LA PRODUCCION

Comenzaremos nuestro estudio con el año 1921. Para ello empezaremos por observar el curso del crédito bancario exteriorizado en las estadísticas de un número escogido de bancos accionistas de la Reserva Federal.

Mientras que los préstamos en títulos ~~apenas~~ de dichos bancos accionistas se habían reducido en 271 millones de dólares entre Enero y Diciembre de 1921, los préstamos comerciales habían merjado de 9,131 millones de dólares en Enero a 7.655 millones de dólares en Diciembre o sea una disminución de 1.476 millones de dólares. La caída intensa de los precios cesó a mediados de año, de modo que en el último semestre de 1921, las cotizaciones no sufrieron mayor alteración. El índice de precios mayoristas del Departamento de Trabajo que había caído de 114 en Enero a 93 en Junio se mantenía en este último nivel a fines de 1921. Por su parte el índice de producción Industrial (Base 1923-25 = 100), que había descendido de 67 en Enero de 1921, a 64 en Abril, había vuelto a aumentar a 70 en Diciembre del mismo año.-

Según el Doctor Harold L. Reed de la Universidad de Cornell(1) -- a quien seguimos en el análisis del período 1921- 1923--- existen tres hechos que merecen ser destacados en esas circunstancias a saber: 1), que a comienzos de 1922 los bancos miembros no habían sentido una mayor demanda de préstamos comerciales, 2) que la caída espectacular de los precios se había interrumpido y 3) que se había iniciado un repunte en la producción industrial de los EE . UU. (Véase Cuadro N. 19).

2.- LOS BANCOS DE RESERVA Y LA BAJA DEL TIPO DE INTERES.

El desenvolvimiento del año 1921, había aumentado las posibilidades de los bancos de Reserva, para suministrar nuevos créditos. La reducción de los billetes de la Reserva Federal en circulación

(1). Véase:: FEDERAL RESERVE POLICY, 1921-1930, by Harold L. Reed, New York, 1930, pag. 6.-

N. 19.- EL ESTADO BANCARIO -- ECONOMICO EN 1921.

Fecha	Prestamos de Bcos. miembros			Indices de:		Moneda en Circulacion.	Existencia de Oro.	Credito otorgado por la Reserva.:			
	Prestamos en títulos.	Prestamos Comerciales.	Total de Prestamos	Precios mayoristas.	Producción Industrial (')			Redescuentos.	Aceptaciones.	Titulos Publicos.	Total
	(en millones de dolares).			Base: 1926=100	Base: 1923-25 = 100	(en millones de dolares)					
1921											
Jan.	4.036	9.131	13.167	114	67	5.401	2.931	2.523	200	298	3.110
Feb.	3.961	8.967	12.928	105	66	5.263	2.975	2.400	169	287	2.918
Mar.	3.921	8.864	12.785	102	64	5.204	3.040	2.297	137	296	2.798
Abril	3.849	8.657	12.506	99	64	5.078	3.117	2.129	110	277	2.564
Mayo	3.842	8.430	12.272	96	66	5.042	3.197	1.959	84	303	2.386
Junio	3.805	8.232	12.036	93	65	4.936	3.254	1.811	54	302	2.221
Julio	3.740	8.113	11.853	93	65	4.857	3.305	1.719	26	261	2.049
Agosto	3.670	8.018	11.689	94	67	4.771	3.392	1.548	38	249	1.863
Septiembre	3.667	8.005	11.672	93	68	4.752	3.479	1.442	40	254	1.767
Octubre	3.717	7.947	11.664	94	71	4.721	3.547	1.371	56	207	1.669
Noviembre	3.721	7.773	11.494	94	71	4.673	3.595	1.228	79	208	1.544
Diciembre	3.765	7.655	11.420	93	70	4.718	3.643	1.180	105	226	1.548

(') Indice Ajustado.

y el aumento de las existencias aéreas habían propendido a vigerizar la situación del Sistema.

Las tasas de descuento que regían a fines de 1921 eran de 4,5 % en Boston, Nueva York y Filadelfia, 5,5 % en Minneapolis y Dallas y 5 % en todos los otros bancos de Reserva.

Estas tasas habían ya sido objeto de reducciones sucesivas en el curso del año 1921. Para no citar sino un ejemplo, diremos que en Nueva York, la tasa de interés que era del 7 % en el mes de Abril cayó al 4 1/2 % a fines del año 1921.

El problema de las modificaciones del tipo de descuento no era en esos momentos de fácil solución debido a que la Reserva Federal iniciaba entonces una política completamente nueva, libre de las perturbaciones fiscales del período bélico.

La dificultad mayor estribaba en el fuerte endeudamiento que mantenían en la Reserva Federal un número relativamente elevado de bancos.

La Memoria del año 1922, del Consejo de la Reserva Federal apuntaba justamente esta situación de los bancos accionistas cuando decía que a fines de 1921, después de más de un año de liquidación persistente, había aún 906 bancos miembros cuyos préstamos en los bancos de la Reserva, excedían tres veces la línea básica de crédito que les había sido otorgada por el Sistema, o en otros términos, que esos bancos estaban recibiendo tres veces más crédito que el que les correspondía en la participación a prorrata establecida por los Bancos de Reserva. (1).

Este hecho no dejaba de constituir una dificultad al tratarse de modificar las tasas de descuento.

3.-LA BAJA DEL INTERES Y LA DISMINUCION DEL CREDITO CONCEDIDO POR LA RESERVA.-

La reducción de las tasas de descuento acaecida en 1921, no se tradujo sin embargo en un aumento de los redescuentos en los Bancos de Reserva. La cartera de letras descontadas del Sistema que

(1). Véase Annual Report of the Federal Reserve Board, año 1922, pag. 3.-

en Enero de 1921 llegaba a 2.523 millones de dólares había caído a 1.180 millones de dólares en Diciembre del mismo año. Las existencias de aceptaciones habían mermado asimismo de 200 ½ millones a 105 millones de dólares en los meses ya mencionados, de modo que el crédito total concedido por la Reserva había disminuido de 3.110 millones de dólares en Enero de 1921 a 1.548 millones de dólares en Diciembre del mismo año . (Véase Cuadro N. 19).

4. LA POSICION DE LA RESERVA Y LAS IMPORTACIONES DE ORO

Ya nos hemos referido al abultamiento de las existencias metálicas producido por las importaciones de oro.

Según el Profesor Reed, el oro importado en circunstancias en que un número relativamente elevado de bancos accionistas se encontraban endeudados en la Reserva, sirvió para reducir esos redescuentos y mejorar el encaje de los Bancos de la Reserva Federal. (1)

La situación producida en el curso del año 1921, podría sintetizarse según el Profesor de Cornell así: Una declinación del crédito otorgado por la Reserva, un aumento de los encajes del Sistema, y un endeudamiento aún excesivo en la Reserva, por parte de un determinado número de bancos comerciales. Los dos primeros hechos presionaban evidentemente hacia una reducción aún mayor de los tipos de interés, mientras que el último tendía hacia su elevación. Estas circunstancias impedían evidentemente que hubiera uniformidad de criterio respecto a la política a seguir por la Reserva.

5.- LAS PERSPECTIVAS DEL CREDITO DE LA RESERVA A FINES DE 1921.

Las propias importaciones de metálico, perturbaban la futura orientación del Sistema. Como el aflujo aéreo tendía a que los bancos redujeran sus redescuentos en la Reserva, muchos economistas se preguntaban cual sería la situación del organismo central cuando éste perdiera contacto con el mercado monetario, lo que no dejaría de producirse si las importaciones de oro persistieran y los bancos comerciales redujeran al mínimo su deuda con el Sistema.

(1). Reed, op. cit. pag. 11.

Este temor de perder contacto con el mercado monetario era uno de los hechos mencionados en favor de una política de crédito fácil, que mantuviera el contralor del mercado monetario.

Una política liberal de crédito no solo facilitaría una elevación de los tipos de interés cuando fuere necesario y oportuno, sino que al tener en cuenta la situación internacional, permitiría la emisión de títulos extranjeros en el mercado americano, aumentando así el prestigio de la plaza neoyorquina.

Con estas perspectivas y la idea general de que era conveniente la fijación de nuevas reducciones en los tipos de descuento, se inicia el año 1922.

II. AÑO 1922

1.- LA EXPANSION INDUSTRIAL Y EL ALZA DE LOS PRECIOS MAYORISTAS.

En el curso del año 1922, se observa un aumento en los índices de la producción y de los precios mayoristas.

El índice de la producción industrial (Base 1923-25-100), se eleva de 73 en Enero de 1922 a 100 en Diciembre del mismo año, o sea un aumento de 27 puntos.

Todos los indicios que se poseían referentes al año 1922, eran de que el incremento observado en el índice de la producción no tenía carácter especulativo, al no producirse un aumento general de las existencias de productos. Por el contrario, dichos artículos eran absorbidos sin mayores dificultades, al existir un mayor poder adquisitivo en las masas, como resultado de una mayor ocupación y de salarios más altos.

Si no existían temores sobre la forma en que se venía desenvolviendo la producción, no sucedía lo mismo con el curso observado en el nivel de precios, que se había elevado de un índice de 91 en Enero (Base 1926 = 100), a uno de 99 en Julio de 1922. Desde este mes, el índice había sufrido muy leves oscilaciones de modo que a fines de Diciembre llegaba a 101. La elevación persistente producida en los primeros siete meses de 1922, dió lugar a diversas críticas por parte de los economistas que creían en las posibilidades de un nuevo período de inflación de los precios.

N. 20.- EL ESTADO BANCARIO-ECONOMICO EN 1922.

Indices:

Crédito otorgado por la Reserva

Fecha	Producción Industrial (')	Nivel de Precios Mayoristas	Préstamos e Inversiones de los Bancos accionistas que informan a la Reserva.	Redescuentos	Aceptaciones	Títulos Públicos	Total
	Base : 1923-25=100	Base 1926=100	(En millones de dolares)				
<u>1922</u>							
Ene.	73	91	14.694	962	98	238	1.326
Febrero	76	93	14.688	769	88	357	1.233
Marzo	80	93	14.617	638	92	459	1.207
Abril	77	93	14.688	572	93	520	1.210
Mayo	81	96	14.968	479	103	603	1.203
Junio	85	96	15.242	437	136	591	1.192
Julio	85	99	15.254	425	153	547	1.170
Agosto	83	99	15.373	396	159	497	1.102
Setiemb.	88	99	15.446	417	212	486	1.180
Octubre	93	100	15.732	486	252	448	1.246
Noviembre	97	101	15.816	623	260	325	1.265
Diciembre	100	101	16.006	660	259	380	1.377

(') Indice Ajustado.

El Profesor Reed refuta esta opinión, sosteniendo que aún no se habían producido las condiciones que hicieran temer una inflación ya que buena parte del aumento observado en los primeros meses del año, en la producción industrial, no había llegado aún al mercado y que cuando ello se produjera, cesaría el alza operada en el nivel de precios mayoristas. No era tampoco conveniente paralizar los síntomas de recuperación, cuando éstos aún no habían tomado la suficiente fuerza. El propio desenvolvimiento del crédito de los bancos accionistas en el primer semestre del año 1922, no podía servir de argumentación a aquellos que sostenían que el aumento en los precios se debía a una política de crédito fácil, y que las pequeñas fluctuaciones acaecidas en el segundo semestre se debían a una restricción del mismo, como se observa con las cifras de los préstamos e inversiones de los bancos miembros que pasan de 14.694 millones de dólares en Enero de 1922 a solo 15.254 millones de dólares en Julio de 1922, y a 16.006 millones de dólares en Diciembre del mismo año. Reed dice que estas cifras parecieran indicar que la política de crédito establecida en 1922, no fué el factor o agente iniciador del movimiento alcista, acaecido en los precios mayoristas a comienzos de ese año. (1). Véase cuadro N. 20).

2.- LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

Cabe preguntarse ahora cual fué la política adoptada por la Reserva Federal en esas circunstancias.

Durante el año 1922, la política de crédito del Sistema se caracterizó por las compras y ventas de títulos públicos en el mercado abierto.

Varias explicaciones se dieron sobre esta política de mercado abierto. Unos sostuvieron que las adquisiciones de papel gubernamental se hacían con el fin de neutralizar el aflujo de netálico y mantener el contacto del Sistema con el mercado monetario.

Otros argumentaban que la Reserva Federal se veía en dificultades para pagar los gastos generales de su funcionamiento y que para evitarle se habían iniciado las operaciones de mercado abierto, con el objeto de obtener una ganancia conveniente. No era

(1). Véase: Reed, op. cit. pag. 22 y 23.

según ellos , el deseo de influenciar el mercado monetario, sino el de mantener la relación entre los recursos y las erogaciones del Sistema, el que daba la pauta de esta política de mercado abierto emprendida por el Sistema..

Esta interpretación pareció más tarde ser la más respetable y la gran mayoría de los economistas han sostenido posteriormente que el verdadero conocimiento de la dinámica de las operaciones de mercado abierto , fué recién vislumbrada por los bancos de Reserva en el año 1923, según se verifica por las propias impresiones oficiales contenidas en la Memoria Anual del Consejo de la Reserva Federal.

Se conocían acaso en el año 1922, cuales serían los efectos de las compras de títulos públicos? Si bien es dable pensar que no había una idea clara sobre la incidencia que las adquisiciones de papel fiscal tendrían en los otros rubros que componen el activo fructífero del Sistema, lo cierto es que el propio desenvolvimiento de las operaciones se reflejaba en una disminución de los redescuentos. Llegó entonces a verse que la formación de la cartera de títulos públicos, pedía hacerse únicamente a expensas de la de letras descontadas. Ya hemos explicado repetidamente como se produce este fenómeno y no volveremos a insistir nuevamente en él. Diremos aquí solamente que este desenvolvimiento no fué bien visto por numerosos bancos accionistas que sostenían que la Reserva Federal se estaba volviendo un competidor sumamente serio de los bancos miembros, y que las tasas monetarias bajas que surgían de esta política de mercado abierto, tendían a reducir la ganancia de los bancos comerciales, debido al bajo rendimiento que producían sus inversiones y colocaciones en el público.

En el año 1922, los bancos accionistas por medio de diversas resoluciones y convenciones solicitaron que el Sistema se desenvolviere dentro de los cánones establecidos por la ley, y no tratara de modificar con su propia iniciativa mediante operaciones de mercado abierto, las condiciones del mercado monetario.

3.- LA REDUCCION DE LOS TIPOS DE INTERES, LOS REDESCUENTOS Y LAS OPE

RACIONES DE MERCADO ABIERTO.

Pero la Reserva no tenía por finalidad reducir los redescuentos. Por el contrario trató de estimularlos, o por lo menos de mantenerlos, mediante reducciones sucesivas en los tipos de descuento. Durante el año 1922, volvió a bajarse las tasas de interés. El 23 de Junio de 1922, se reducía el tipo de descuento del Banco de Reserva de Nueva York al 4 %.. Durante los primeros meses del año mencionado las reducciones se hicieron efectivas en los diversos bancos del Sistema, pero a partir del 15 de Agosto, no se produjeron nuevas modificaciones en las tasas monetarias.

El acicate de los intereses bajos no logró mantener el volumen de redescuentos, que disminuyeron apreciablemente en el curso del año 1922, como resultado en gran parte de las operaciones de mercado abierto, según puede comprobarse en el cuadro N. 20.

El Profesor Reed(1), cree justificable la política seguida por la Reserva en ese período, si se tiene en cuenta que durante parte del año 1922, en que se había manifestado el alza de los precios el volumen de la producción básica se había elevado fuertemente y que tan pronto como los artículos producidos se lanzaran a los mercados mayoristas, se interrumpiría el ascenso de los precios. Como no había evidencia de una acumulación excesiva de mercaderías, no era conveniente que la Reserva paralizara una recuperación que hasta ese momento no tenía ningún viso especulativo. Esta impresión recibió su ratificación oficial años más tarde, cuando Mr. A.C. Miller al comparecer como miembro del Consejo de la Reserva Federal, ante la Comisión de Bancos y Moneda del Senado Americano el 16 de Mayo de 1923, sostuvo que en los años 1922 y 1923, la Reserva Federal no había tratado de impedir el alza producida en las cotizaciones, en la convicción de que dicho aumento se debía a ciertos factores económicos que tendrían una influencia inevitable en el curso de los precios. Miller afirmó además que el país estaba saliendo de un período de agudo receso económico; que no existía una oferta excesiva de mercaderías y que la Reserva interpretaba el alza de los precios como un índice favorable de poder adquisitivo, manifestado

(1). Véase : Reed, op. cit. pag. 31 y 32.

en el aumento contemporáneo de los precios, la producción y la actividad comercial.

III. A Ñ O 1923

1. EL CRÉDITO DEL BANCO CENTRAL Y DE LOS BANCOS ACCIONISTAS

A comienzos del año 1923, pareció que la Reserva Federal tratara de modificar levemente las tendencias del mercado monetario. Desde Enero a Abril del año 1923, disminuyeron sus tenencias de títulos públicos de 421 millones de dólares a 229 millones de dólares, o sea una reducción de 192 millones de dólares, elevándose los redescuentos de 547 millones de dólares en Enero a 658 millones de dólares en Abril, y las aceptaciones bancarias de 218 millones de dólares a 272 millones de dólares.

Estas transformaciones impidieron una modificación fundamental en el volumen total del crédito concedido por el Sistema, que pasó de 1.249 millones de dólares en Enero de 1923 a 1.214 millones de dólares en Abril del mismo año.

Este mantenimiento del activo fructífero no indicaría que la Reserva tratara de estimular los redescuentos, si se juzga por la elevación ocurrida en los tipos de interés de los Bancos de Boston, Nueva York y San Francisco, que con fecha de 23 de Febrero y 6 de Marzo, elevaron sus tipos de descuento del 4 al 4,5 %, fijando con ello una uniformidad completa en todos los Bancos de Reserva Federal.

Si bien el Consejo de la Reserva Federal en su informe anual sostenía que no había ninguna política restrictiva en esta elevación de las tasas, sino más bien el deseo de establecer tipos uniformes de interés en todo el territorio de los EE.UU. el profesor Reed se cree inclinado a pensar que esos aumentos que eran los primeros que se efectuaban desde hacía dos años, no podían dejar de ser el reflejo de una nueva orientación en la política de crédito del Sistema.

Es claro que como muy bien apunta dicho Profesor, la política del Sistema, no era muy enérgica si se piensa que ella no tuvo ningún efecto restrictivo sobre los préstamos e inversiones de

N. 21. - EL ESTADO BANCARIO -- ECONOMICO EN 1923.

<i>Credito otorgado por la Reserva en:</i>					Existen- cias de Oro	Moneda en Cir- cula- ción.	Préstamos e Inv. de Bcos. miem- bros que inf. a Res.	Producción Industrial (')	Ocupación (')	Precios Mayoris- tas.
Fecha	Titulos Publicos	Aceptacio- nes.	Redescuen- tos	Total						
(En millones de dólares)								Indices Base: 1923-25 = 100	Indice Base: 1926-100	
<u>1923</u>										
Ene.	421	218	547	1.249	3.945	4.679	16.233	99	102	102
Feb.	356	190	608	1.205	3.960	4.672	16.226	100	103	103
Marzo	316	234	628	1.228	3.966	4.713	16.368	103	104	105
Abril	229	272	658	1.214	3.975	4.731	16.443	105	105	104
Mayo	193	271	705	1.222	3.993	4.764	16.487	106	105	102
Junio	153	224	741	1.178	4.040	4779	16.428	106	106	100
Julio	97	186	834	1.179	4.061	4.812	16.404	104	106	98
Agosto	90	175	909	1.127	4.097	4.833	16.201	103	105	98
Setiemb	102	174	845	1.184	4.123	4.901	16.305	101	104	100
Octubre	91	185	873	1.204	4.155	4.941	16.381	99	104	99
Noviemb.	83	265	799	1.204	4.182	4.953	16.287	98	103	98
Diciemb.	106	324	771	1.260	4.226	5.071	16.318	97	102	98

('). Indices ajustados.

los bancos accionistas que se elevaron en 210 millones de dólares, entre los meses de Enero y Abril de 1923. (Véase Cuadro N. 21.).

Esta discrepancia entre la falta de dilatación del crédito otorgado por la Reserva en el período bajo análisis y la expansión manifestada por el crédito de los bancos comerciales, debe atribuirse a las importaciones de oro, que habían aumentado el stock metálico en 30 millones de dólares en el primer cuatrimestre de 1923.-

Para Read, la política seguida por la Reserva desde el año 1922 hasta la primavera de 1923, fué de real interés. Según dicho economista, durante esos meses se produjo la primer reacción favorable después de la fuerte crisis de 1920.

Las tasas de descuento del Sistema fueron reducidas de los niveles altos establecidos en el período de deflación y los Bancos de Reserva pudieron comenzar una política que ^{no} los obligaba a desmenuzarse como organismos de emergencia, según sucedió durante el período bélico. Intentaron por mantenerse en contacto con el mercado monetario, y no trataron de dar una importancia desmesurada a los índices de precios, que los obligaran a adoptar prematuramente medidas de caracter restrictivo. (1).

Pero a mediados del año 1923, se interrumpe la recuperación iniciada bajo auspicios tan propicios el año anterior. El índice de la producción industrial (Base 1923- 25 = 100) cae de un nivel de 106 en Junio de 1923a uno de 97 en Diciembre de 1923 y el índice de la ocupación baja de un nivel de 106 en Junio a uno de 102 en Diciembre de 1923 (Cuadro N. 21).

Estos hechos a los que debía agregarse los efectos producidos en el mercado monetario por las importaciones de oro, hacen pensar que la política de la Reserva Federal se encontraría dificultada, al perder su vinculación con la plaza del dinero, que la obligara a realizar operaciones de mercado abierto, no solo para mantener esa ligazón con el mercado, sino tambien para impedir que su

(1). Véase Read, op. cit. pag. 41 y 42 .

activo fructífero descendiera más allá de lo necesario para satisfacer los gastos ordinarios de la Institución.

Pero manifiesta el Profesor Reed, que contra lo esperado, la Reserva Federal no tropezó en ese entonces con mayores dificultades. Después del 6 de Marzo de 1923 no hubo necesidad de modificar las tasas de interés y el mantenimiento de la cartera de letras descontadas durante todo el año, hizo posible la conservación del activo fructífero en una suma que oscilaba en los 1.200 millones de dólares, que se consideraba suficiente para satisfacer los gastos generales y el pago de dividendos del Sistema y que hizo posible que la Reserva no emprendiera operaciones de mercado abierto de la importancia y magnitud del año 1922.-

8.- LAS EXISTENCIAS AUREAS, EL CREDITO COMERCIAL Y EL NUMERARIO.-

Al abultarse en 1923 las existencias metálicas en 281 millones de dólares y al no sufrir mayores modificaciones el volumen total de crédito de la Reserva, era dable esperar una fuerte expansión del crédito concedido por los bancos accionistas.

Sin embargo ello no fue así según lo demuestran las estadísticas de los préstamos e inversiones de los bancos miembros que acusen un aumento de solo 85 millones de dólares en el curso del año 1923.

Se explicaría esta levísima expansión del crédito comercial, o que una buena proporción del oro importado, no fue a parar a las existencias de los Bancos de Reserva, sino a la circulación general del país.

Esta demanda de numerario permitió el mantenimiento del activo fructífero de los Bancos de Reserva, que en esta forma pudieron conservar el contacto con el mercado monetario a obstante las continuas importaciones de oro.-

El total del activo fructífero del Sistema (1) formado por las letras descontadas, las aceptaciones y los títulos públicos, no sufrió modificación de importancia en el curso del año 1923,.

En efecto ese activo que ascendía a 1.249 millones de dólares en Enero de 1923, llegaba a 1.260 millones de dólares en Diciembre,

(1). Llámase activo fructífero a todos aquellos rubros del balance

del mismo año. Es que no obstante la reducción de papeles gubernamentales que mermaron de 421 millones en Enero a 106 millones de dólares en Diciembre, las letras descontadas ascendieron de 547 millones de dólares en Enero a 771 millones de dólares en Diciembre y las aceptaciones se elevaron de 218 millones de dólares en Enero a 324 millones de dólares en Diciembre del mismo año.--(Cuadro N. 21).

IV. LA INTERPRETACION OFICIAL DE LA POLITICA BANCARIA Y MONETARIA DURANTE EL BIENIO 1922-1923

Hemos tratado hasta ahora de analizar los aspectos más importantes de la política de crédito americana en los años 1922 y 1923.

Nos parece pues muy oportuno conocer ahora la opinión oficial que se tenía de los acontecimientos producidos en ese entonces en los círculos más autorizados del Sistema.

Y nada más interesante para ello, que recorrer las Memorias Anuales del Consejo de la Reserva Federal. A través de sus páginas apretadas, no solo se encuentra una extraordinaria recopilación de informaciones estadísticas sobre la evolución del Sistema, sino también una interpretación de los fenómenos monetarios contemporáneos, que por surgir de los propios funcionarios que tienen a su cargo la dirección del Sistema, tienen un valor trascendental en el análisis que estamos realizando de la política bancaria y monetaria del gran país del Norte.

1.- LA EVOLUCION BANCARIA DEL BIENIO 1922-23.-

Cuales son a juicio de la Reserva Federal, los factores más significativos que explican la evolución bancaria del bienio 1922-23?

Estos serían las fuertes importaciones de metálico, que permitieron la expansión del crédito de los bancos accionistas, no obstante la falta de crecimiento del crédito de la Reserva en el bienio bajo informe.

que producen una ganancia al banco. En los títulos públicos, por ejemplo, el banco gana el interés que establecen los supones y en las letras descontadas, el interés que cobra por la concesión.

O en otros términos, el aumento del crédito otorgado por los bancos afiliados pudo realizarse sin recurrir a una intensificación en la demanda de crédito en la Reserva, gracias a las importaciones de oro, que fueron el elemento de sustitución preponderante que tuvo el Sistema durante el bienio 1922-1923, según puede verificarse en el cuadro N. 22.

He aquí el propio razonamiento del Consejo de la Reserva Federal cuando dice que (1) para apoyar el mayor volumen de operaciones comerciales y de producción, los bancos accionistas de la Reserva Federal extendieron desde la primavera de 1922 hasta fines del año 1923, un volumen adicional de crédito de más de 3.300 millones de dólares. Se explica que los bancos del país hayan podido financiar las exigencias surgidas de un mayor volumen de negocios y de un aumento en la demanda de circulante que ascendió a más de 500 millones de dólares, sin recurrir a una demanda suplementaria de crédito de la Reserva Federal, gracias al uso de fondos disponibles provenientes de las importaciones de metálico. Este oro ha servido como un elemento de sustitución del crédito de los bancos de Reserva. Si es que no se hubieran producido estas importaciones de oro, el aumento en el volumen de los negocios y en la demanda de numerario hubiera resultado en un aumento del crédito de la Reserva que hubiera llegado probablemente a los \$ 500 millones de dólares a que ascendieron las entradas de oro en ese período.

La capacidad que ha demostrado el sistema bancario durante el bienio 1922-23, para responder a la fuerte demanda de circulante y crédito, sin aumentar la demanda de los bancos de Reserva, demuestra la diferencia notable que existe entre la política del bienio susodicho, y la experiencia recogida durante el período bélico y los años de actividad comercial, que siguieron a la guerra. Por ejemplo, durante los años 1919 y 1920, el aumento rápido observado en el crédito de los bancos accionistas fué acompañado por un crecimiento aún mayor en el crédito concedido por los Bancos de Reserva

(1). Véase : TENTH ANNUAL REPORT OF THE FEDERAL RESERVE BOARD, covering operations for the year 1923, Washington, 1924 pag. 2 y 3.

En 1922 y 1923, no fué el crédito adicional de la Reserva, sino el oro suplementario recibido del extranjero el que permitió a los bancos accionistas cumplir las demandas crecientes de circulante y crédito. El hecho que un volumen de crédito de la Reserva de alrededor de 1.200 millones de dólares haya estado continuamente en uso durante los dos últimos años, indica que mientras el oro recibido del exterior ha sido suficiente para satisfacer las necesidades de circulante de los bancos miembros, no lo ha sido para permitir que los bancos accionistas, cumplieran integralmente las nuevas demandas de moneda y crédito de su clientela, sin continuar fuertemente endeudados en la Reserva Federal.

2.- LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO DEL BIENIO 1922-23.-

Según el Consejo de Reserva Federal, las operaciones de mercado abierto entraron en una nueva faz en el bienio 1922-23.

No solo fueron importantes en volumen absoluto y relativo respecto a las operaciones de redescuento, sino que mostraron fluctuaciones acentuadas en el curso del período. Además, durante estos dos años en contraste con los períodos anteriores, las operaciones de mercado abierto fueron realizadas principalmente con títulos públicos. Después de la liquidación general del año 1921, hubo una rápida y continua cancelación de las deudas de los bancos accionistas en la Reserva. El volumen de papel redescotado por el Sistema, alcanzó un nivel reducido en la primer parte del año 1922.

Algunos de los bancos de Reserva con el objeto de asegurar se ganancias suficientes para pagar los gastos y dividendos comenzaron a adquirir cantidades considerables de títulos públicos a corto plazo. A mediados del año 1922, el volumen de estos títulos llegaba a cerca de 600 millones de dólares.

La reducción gradual de las operaciones de mercado abierto en el primer semestre de 1923 se tradujo en un aumento equivalente de los descuentos. No hubo ningún cambio material del total de crédito de la Reserva. El hecho que la reducción de las operaciones de mercado abierto durante el año 1923 se viera acompañada de un aumento de los descuentos de los bancos miembros, en una cantidad aproximadamente igual a los fondos retirados por la merma de la cartera de títulos públicos y aceptaciones, mostraría -- según el

N. 22.- LA SITUACION BANCARIA
EN EL BIENIO 1922-23.

Fecha	Existencias de Oro	Crédito otorgado por la Reserva.	Préstamos e Inver- siones de los Ban- cos accio- nistas que infor- man a la Reserva.	Redescuen- tos de la Reserva	Títulos Públi- cos de la Re- serva.
-------	-----------------------	---	--	------------------------------------	---

(En millones de dólares)

<u>1922</u>					
Enero	3.672	1.326	14.694	962	238
Febrero	3.704	1.233	14.688	769	357
Marzo	3.736	1.207	14.617	638	459
Abril	3.756	1.210	14.688	572	520
Mayo	3.768	1.208	14.968	479	603
Junio	3.776	1.192	15.242	437	591
Julio	3.803	1.170	15.254	425	547
Agosto	3.840	1.102	15.383	396	497
Setiembre	3.860	1.180	15.446	417	486
Octubre	3.884	1.246	15.732	486	448
Noviembre	3.896	1.265	15.816	623	325
Diciembre	3.917	1.377	16.006	660	380
<u>1923</u>					
Enero	3.945	1.249	16.233	547	421
Febrero	3.960	1.205	16.226	608	356
Marzo	3.966	1.228	16.368	628	316
Abril	3.975	1.214	16.443	658	229
Mayo	3.993	1.222	16.487	705	193
Junio	4.040	1.178	16.428	741	153
Julio	4.061	1.179	16.404	834	97
Agosto	4.097	1.127	16.201	809	90
Setiembre	4.123	1.184	16.305	845	102
Octubre	4.155	1.204	16.381	873	91
Noviembre	4.182	1.204	16.287	799	83
Diciembre	4.226	1.260	16.318	771	106

Consejo de la Reserva Federal--- que con una demanda constante de crédito del Sistema , es posible un reajuste continuo en los rubros que lo integran, sin que se produzca un aumento del monto otorgado por la Reserva. (Véase Cuadro N. 22).

Acabamos de ver la opinión oficial sobre las transacciones de mercado abierto, comprendidas por el Sistema en el lapso 1922-23.

Posteriormente , en Diciembre de 1930, volvió a conocerse la opinión oficial sobre las operaciones de mercado abierto efectuadas en el bienio 1922-23, a raíz de una encuesta enviada a los Bancos de la Reserva Federal, por la Subcomisión de Bancos y Moneda del Senado Americano, que tenía a su cargo la investigación del Sistema bancario de los EE.UU.

El cuestionario N. 2 solicitaba a los bancos de Reserva, que dieran a conocer las razones y las principales consecuencias producidas por la compra y venta de títulos públicos a partir de Enero de 1922. (1)

He aquí las operaciones de mercado abierto, realizadas en el período que corre desde Enero de 1922 hasta Julio de 1923, con las razones que se tuvo en efectuarlas y sus consecuencias, según resulta de las respuestas enviadas a la Subcomisión del Senado por los Bancos de la Reserva Federal.

1.- Enero de 1922 a Mayo de 1922. Compra de títulos públicos .

Razones de la Compra: Permitir el pago de los gastos y dividendos de los bancos de Reserva Federal.

Consecuencias: Reducción de la deuda de los bancos miembros en la Reserva, caída en los tipos de interés; aumento en el volumen de crédito de los bancos comerciales, en que se incluyen las inversiones y préstamos sobre títulos; aumento de los préstamos a los corredores (brokers' loans); estímulo en la recuperación de los negocios y la agricultura.

2.- Junio de 1922 a Julio de 1923. Venta de títulos públicos.

(1). Véase a este respecto: Operation of the National and Federal Reserve Banking Systems. Hearings before a subcommittee of the Committee on banking and currency, United States Senate, seventy first congress, Apendix ,part. 6. Federal Reserve Questionnaires. 1931

Razones de la Venta: Facilitar las actividades de la Tesorería de los EE.UU. en sus operaciones de rescate; neutralizar una expansión desmesurada en la producción; impedir una inflación de los precios; hacer efectivos los aumentos producidos en la tasa de descuento de ciertos bancos de Reserva.

Consecuencias: Cabe destacar el control en la expansión de los negocios.-

xxx Para terminar con la opinión preponderante en los círculos oficiales sobre la situación bancaria y monetaria en el bienio 1922-23, debemos conocer las ideas que existían en aquel entonces sobre la influencia de las importaciones de metálico en la situación bancaria y monetaria de los EE.UU.-

3.-LOS MOVIMIENTOS DE METALICO Y EL DESARROLLO DEL CREDITO EN EL BIENIO 1922-23.-

Para explicar la evolución del período 1922- 23, la Memoria Anual del Consejo de la Reserva Federal (1), hace una breve referencia al año 1921, en que las importaciones de oro que llegaron a 667 millones de dólares, se realizaban en momentos en que se estaba efectuando la liquidación del crédito subsiguiente a la crisis de 1920. Dicho oro sirvió entonces para facilitar la reducción de la deuda de los bancos miembros en la Reserva. Se calcula que cerca de la mitad de la merma producida en las letras descontadas en los años 1921 y 1922 fué posible por la utilización del oro importado.-

Sostiene la Memoria del Sistema que el efecto producido por el oro importado por los EE.UU. desde mediados de 1922 ha sido distinto a lo ocurrido en el año 1921 y primer semestre de 1922.

El oro recibido desde el segundo semestre de 1922 hasta fines de 1923, llegó después de haber terminado la liquidación del crédito y en momentos en que los negocios mostraban síntomas de recuperación y la demanda de crédito aumentaba los préstamos de los bancos miembros.

Con la modificación producida a mediados de 1922 en la demanda de moneda y crédito, muchos bancos accionistas no tuvieron e-

(1). Véase: Tenth Annual Report of the Federal Reserve Board, covering operations for the year 1922 Washington, 1923

oportunidad de utilizar el oro importado en la cancelación de sus deudas en el Banco Central, al serles requerido para satisfacer las nuevas demandas de crédito. El oro-- según la opinión del Consejo de la Reserva-- constituyó entonces -- un suplemento a los depósitos de los bancos miembros, que les permitió expandir los préstamos a su clientela sin la necesidad de redescantar el papel comercial en la Reserva. En síntesis, el oro importado durante el período de liquidación de 1921 y 1922, permitió a los bancos miembros independizarse de la Reserva en la ejecución de su política de crédito al no obligarlos a aumentar su deuda en el Sistema, desde el segundo semestre de 1922, no obstante el crecimiento del crédito manifestado por los bancos accionistas.

La expansión del crédito de los bancos afiliados, que excedió en el bienio 1922-23 de los 3.000 millones de dólares, no solo ha logrado absorber todo el oro recibido durante dicho período sino que ha obligado asimismo a mantener el volumen de crédito de la Reserva existente a comienzos del año 1922.

V.- BIENIO 1924 - 1925

La transformación que se opera en los EE.UU. en el bienio siguiente, 1924-25, es de enorme importancia por la evolución especulativa que se insinúa y acentúa en el mercado monetario.

1.- LA DIVISION DEL BIENIO EN TRES PERIODOS REPRESENTATIVOS.

El Profesor Benjamin Haggott Beckhart de la Universidad de Columbiade Nueva York, divide este período en tres partes: *La primera* que corre desde el mes de Noviembre de 1923 hasta el mes de Setiembre de 1924.; *La segunda* que va desde el mes de Setiembre de 1924 hasta el mes de Julio de 1925 y *La tercera* que se desenvuelve desde el mes de Julio de 1925 hasta el mes de Diciembre del mismo año. (1)

(1). Véase: THE NEW YORK MONEY MARKET, Volume IV, External and Internal Relations, New York, Columbia University Press, 1932, Cap. II, pag. 34 a 58. En rigor de verdad el análisis excede del bienio al incluir los guarismos del último bimestre del año 1923, pero por razones de simplicidad se mantiene la denominación antedicha .-

Esta división coincide grosso-modo con las modificaciones producidas en la cartera de mercado abierto del Sistema, que como se verá enseguida, fué uno de los elementos básicos en el lineamiento de la política de crédito de la Reserva Federal.

Durante este lapso de algo más de dos años, todos los índices que reflejan la tendencia especulativa del mercado muestran un franco aumento. No solo crecen los préstamos a los corredores (brokers' loans) sino también los valores de las acciones y demás papeles bursátiles.

Durante este período la Reserva realiza importantes operaciones de mercado abierto.

Según todos los indicios estadísticos, la expansión en el crédito de los Bancos de la Reserva Federal, permitió el aumento de los depósitos de los bancos accionistas y enseguida de los préstamos a los corredores, con el resultado que los fondos del Sistema, fueron llevados a uno de los mercados más especulativos que existen en los EE.UU. como se comprobó más tarde durante el desarrollo de la crisis bursátil de fines del año 1929.

Hecha esta anotación preliminar que ilustra sobre la nueva situación a que se veía abocada la Reserva Federal, nos corresponde estudiar los tres periodos en que se ha juzgado conveniente dividir la política del Sistema, esto es la de Noviembre de 1923 a Setiembre de 1924; la de Setiembre de 1924 a Julio de 1925 y la de Julio de 1925 a Diciembre del mismo año.

2.- EL RECESO ECONOMICO DEL PRIMER SEMESTRE DEL AÑO 1924 Y LAS OPERACIONES DEL SISTEMA.-

Durante la primer parte del año 1924, todos los índices representativos del curso de los negocios muestran una franca declinación. Los precios mayoristas del Departamento de Trabajo caen de 98 en Noviembre de 1923 a 95 en Junio de 1924. El índice de la actividad de los negocios de la Revista "The Annalist", baja a su vez de 103 en Noviembre de 1923 a 87 en Julio del año siguiente. El índice de la ocupación sufre asimismo una merma apreciable en el último periodo mencionado al descender de 103 a 92.-

Cual fué la política de la Reserva Federal, mientras se estaba desarrollando esta declinación en el curso de los negocios?

Nº 23.- EL ESTADO BANCARIO -- ECONOMICO EN 1924

Fecha	Precios Mayoristas Indice	Actividad de los negocios "The An- nalist"	Indice de la Ocupa- ción. (')	Titulos Publicos de la Re- serva	Existencias de Oro.	Moneda en Circula- ción.	Redescuento de la Re- serva.	Depositos d Bancos acci- onistas en l Reserva.
<u>1924</u>	Base: 1926 = 100	Indice Nor- mal= 100	Base: 1923-25=100	(En millones de dólares).				
Enero	100	104	101	118	4.266	4.847	574	1.911
Febrero	100	105	101	135	4.302	4.832	514	1.892
Marzo	99	103	101	244	4.340	4.870	476	1.915
Abril	97	99	99	274	4.383	4.886	489	1.905
Mayo	96	92	96	324	4.433	4.866	433	1.922
Junio	95	87	94	416	4.471	4.830	370	2.001
Julio	96	87	92	467	4.503	4.810	315	2.046
Agosto	97	90	92	539	4.516	4.800	268	2.072
Setiemb.	97	96	93	575	4.515	4.853	262	2.120
Octubre	98	98	94	585	4.506	4.891	240	2.141
Noviemb.	99	97	95	588	4.517	4.970	228	2.164
Diciemb.	102	102	97	554	4.507	5.088	301	2.182

('). Indice Ajustado.

Fué simplemente la de realizar compras de títulos públicos en el mercado abierto, que unido a las importaciones de metálico, y a la reducción de la moneda en circulación, permitió que los bancos accionistas disminuyeran su deuda y aumentaran sus depósitos en la Reserva Federal, según puede verificarse en el cuadro N. 23.

Todos estos factores no podían sino tender a crear una situación de holgura en el mercado monetario reflejada en la caída de los tipos de interés, a niveles sumamente bajos. Los bancos de Reserva ajustaron entonces sus tasas monetarias, reduciendo el Banco de Reserva Federal de Nueva York, su tipo de descuento de 4 1/2 % el 1 de Enero de 1924 a 3 % el 8 de Agosto del mismo año.

Que propósitos tuvieron los Bancos de Reserva Federal en realizar esta política de crédito fácil durante el primer semestre de 1924?

Para Beckhart, la declinación en los índices de la producción y ocupación fueron factores importantes que explican la política de los bancos de Reserva Federal, de aumentar sus existencias en títulos públicos.

Por otra parte, la reducción de las tasas monetarias de interés, producida con posterioridad al aumento de la cartera de mercado abierto y en circunstancias en que acrecía el stock metálico, obligó a que las tasas bancarias de interés, se ajustaran a los niveles inferiores que regían en el mercado. Sostiene por último el profesor de Columbia, que al adoptar la Reserva Federal la política de crédito fácil de 1924, no tuvo por fin la obtención de ganancias, al reportarle las modificaciones producidas en los tipos de interés y en la cartera un déficit de 3.266.300 dólares (1).

3.- EL CRÉDITO FACIL DE LA RESERVA Y EL ALZA DE LA LIBRA ESTERLINA

Esta política de crédito fácil, no solo podía tener su explicación en el recese económico que se insinuaba en los EE.UU. en el primer semestre de 1924, sino también en el deseo de las autoridades bancarias norteamericanas, de colaborar en la vuelta del patrón oro por parte de Inglaterra.

Es obvio que la baja de los tipos de interés en Nueva York, respecto a Londres, debía crear una demanda de cambio inglés (en libras esterlinas) elevando por consiguiente el valor de la divisa británica y presentando en esa forma a un estímulo al tráfico

la vieja paridad áurea.

Que la política de la Reserva Federal en 1924 tenía como objetivo la vuelta a la convertibilidad de la libra esterlina es indudable, si se tiene en cuenta que una personalidad de tanto arrángo e importancia como el gobernador Strong de Nueva York, lo había sostenido así en un memorandum oficial sobre las operaciones de mercado abierto del año 1924.

Entre los distintos fines que tuvo en mira la Reserva Federal al emprender las compras de títulos en 1924, se encontraban según el Gobernador Strong (1) los siguientes:

- 1). La de facilitar una modificación en los tipos de interés vigentes en el mercado neoyorquino y el londinense, sin tender con ello a la inflación, mediante el establecimiento de una tasa monetaria menor en los EE.UU., en momentos en que los precios descendían y no existía ningún inconveniente en que se produjera un movimiento alcista en las cotizaciones.
- 2).- La de prestar toda la ayuda posible al mercado inglés con el fin de obtener una recuperación de la libra esterlina y una reanudación de su convertibilidad.

Es claro ver entonces que una de las razones del establecimiento de una política liberal de crédito en los EE.UU. durante buena parte del año 1924, era la de facilitar el retorno de Inglaterra al patrón oro.

Fué ese un arbitrio financiero que si bien facilitó la reanudación de la conversión inglesa en 1925, no constituyó una solución al quedar latentes en ese país, todas las dificultades económico-monetarias, según lo demostraron reiteradamente sus economistas más conspicuos.

Bastaría decir aquí solamente que tanto en el informe Mac Millan, como en los estudios realizados por el Instituto Real de Relaciones Internacionales de Gran Bretaña, se explica clara-

(1). Véase: Hearings before a subcommittee of the committee on banking and currency, United States Senate, seventy-first congress, appendix, part. 6, federal reserve questionnaires, Washington, 1931, pag. 804 a 808.

N. 24.- ALGUNOS RUBROS BANCARIOS

DE 1924

Fecha	Crédito concedido por la Reserva.	Préstamos e Inversiones de los Ban- cos Accionis- tas que in- forman a la Reserva.	Préstamos a los Co- rredores.
<u>1924</u> (En millones de dólares)			
Enero	1.041	16 .3 2 1	1.350
Febrero	955	16 .3 1 9	1.389
Marzo	990	16 .4 4 3	1.416
Abril	981	16 .5 6 3	1.414
Mayo	879	16 .6 1 8	1.390
Junio	886	16 .8 1 6	1.448
Julio	879	17 .1 3 1	1.542
Agosto	881	17 .4 4 6	1.649
Setiembre.	983	17 .7 5 7	1.688
Octubre	1.057	18 .2 1 7	1.685
Noviembre.	1.135	18 .3 5 7	1.706
Diciembre.	1.288	18 .4 6 5	1.863

mente como la rigidez de los costos y de los salarios y la falta de elasticidad de los precios, fueron solo algunos de los elementos perturbadores que tuvo ese país con posterioridad a la vuelta del patrón oro, y que tornaron sumamente difícil su mantenimiento, como vino a verificarse ulteriormente, durante el desarrollo de la crisis del año 1931. (1).

4.- LA HOLGURA MONETARIA Y EL MOVIMIENTO DEL CREDITO

El profesor de Bancos de la Universidad de Columbia, Dr. Beckhart, al hacer el análisis crítico de las operaciones de la Reserva Federal en este primer período que corre desde Noviembre de 1923 hasta Setiembre de 1924, sostiene que la política de descuento fué de menor trascendencia que la de mercado abierto, que en realidad fué la que dió caracter e interés a este período. Durante la primera mitad de 1924, (Enero a Mayo), los préstamos e inversiones de los bancos accionistas aumentaron en 297 millones de dólares, de los que correspondió solo 40 millones a los préstamos a los corredores. En el resto del año, los préstamos e inversiones de los bancos miembros crecieron en 1.947 millones de dólares. De esta suma pertenecían 473 millones a los préstamos a los corredores. (Véase cuadro N. 24).

Los préstamos comerciales no habían sufrido durante ese período un aumento tan pronunciado.

El Dr. Beckhart atribuye la pequeña expansión del crédito de los bancos comerciales en la primera mitad de 1924 al hecho que la cartera de mercado abierto del Sistema, había crecido muy poco en el lapso Enero -Junio y a que el aflujo aureo fuera utilizado para reducir la deuda de los bancos accionistas. En los meses siguientes, del año 1924, el aumento de la cartera de mercado abierto del Sistema sirvió no solo para reducir los préstamos de los bancos accionistas, sino también para aumentar fuertemente los depósitos de los bancos miembros en la Reserva, facilitándose de este modo la expansión producida en los préstamos e inversiones de los bancos accionistas.

El Dr. Beckhart, manifiesta que los fondos que no eran ex

(1). Véase :COMMITTEE ON FINANCE & INDUSTRY(MACMILLAN REPORT), London 1931. Véase además, Monetary Policy and the depression, (a first report on international monetary problems by a committee of the Royal Society).

N. 25 .- LA SITUACION BANCARIA EN 1925

Fecha	Existencias de Oro	Títulos Públicos	Aceptaciones Bancarias	Redescuentos.	Total de Crédito de la Reserva.	Prestamos a los Corredores.	Moneda en Circulación.	Depósitos Bancos accionistas en Reserva
(EN MILLONES DE DOLARES)								
1925								
Enero	4.468	464	329	267	1.125	2.022	4.863	2.194
Feb.	4.392	384	313	340	1.094	2.086	4.805	2.159
Marzo	4.340	376	298	390	1.122	2.119	4.814	2.137
Abril	4.340	355	287	403	1.110	2.071	4.803	2.123
Mayo	4.353	361	279	397	1.100	2.154	4.791	2.132
Junio	4.360	345	263	437	1.118	2.239	4.790	2.141
Julio	4.361	338	231	480	1.118	2.288	4.794	2.160
Agosto	4.372	329	205	545	1.143	2.304	4.817	2.151
Setiemb.	4.386	335	226	594	1.227	2.370	4.908	2.161
Octubre	4.391	328	298	619	1.321	2.550	4.945	2.203
Noviemb.	4.407	332	352	597	1.352	2.717	4.960	2.221
Diciemb.	4.397	359	369	688	1.507	2.800	5.119	2.219

requeridos para satisfacer las necesidades comerciales , inundaron el mercado monetario, según se verificó por la reducción en los tipos de interés, el aumento de los depósitos de los bancos accionistas en la Reserva, y la elevación de los préstamos con caución de títulos y de las inversiones de los bancos comerciales. La política de crédito fácil no solo dió lugar a una expansión de crédito inestable e ilíquido, sino también a una situación discutible del mercado monetario internacional, ya que no puede afirmarse que esa política liberal haya beneficiado a ciertos países de Europa, al elevar sus tipos de cambio a niveles que no podrían ser mantenidos en el terreno estrictamente económico , según los hechos posteriores vinieron a comprobar en forma categórica.

5.- TERMINACION DEL CREDITO FACIL. LA VENTA DE TITULOS PUBLICOS Y EL ALZA DE LOS TIPOS DE INTERES.-

Nos corresponde ahora ver el segundo período que va desde Setiembre de 1924 x hasta Julio de 1925.

Durante este lapso de tiempo, la Reserva Federal reduce sus existencias de títulos públicos en 237 millones de dólares. El stock metálico merma asimismo en 154 millones de dólares. El aumento de 139 millones de dólares en las aceptaciones compradas por el Sistema en el período bajo informe , no impide que aumenten los redencuentes en 218 millones de dólares.

En este período el Sistema trató de impedir el aumento producido en el crédito comercial que había sido estimulado por las compras de mercado abierto. Cambia entonces su política, al vender parte de su cartera de títulos públicos. Este hecho al que se añadió las exportaciones de metálico, explican el aumento de las letras descontadas por los bancos de Reserva, y desde luego el alza de las tasas monetarias, del que es un índice significativo la elevación del tipo de interés en el Banco de Reserva de Nueva York, a 3 1/2 % el 27 de Febrero de 1925.

En los once meses bajo análisis , siguió la expansión de los préstamos en títulos especialmente aquellos efectuados a los corredores . Como en ~~el~~ período anterior, este aumento del crédito no era exigido para satisfacer las necesidades comerciales (Véase Cuadro N. 25).-

6.- PROSIGUE LA TENSION MONETARIA Y EL AUMENTO DE LOS PRÉSTAMOS

ESPECULATIVOS/

El tercer periodo que corre desde el mes de Julio de 1925 hasta el mes de Diciembre de 1925 se caracteriza por una elevación de los tipos de descuento. Persiste la tendencia alcista manifestada en los préstamos a los corredores y en los préstamos sobre títulos.

La cartera de papeles fiscales no sufre mayores modificaciones. El aumento del circulante y de los depósitos de los bancos accionistas en la Reserva, lo obliga a redescantar por valor de 208 millones de dólares, que se produce no obstante un aumento de 138 millones de dólares en la cartera de aceptaciones del Sistema (Véase Cuadro N. 25).

El aumento de los redescuentos que corría parejo con el de los préstamos a los corredores, hizo pensar a algunos bancos de Reserva en la conveniencia de obtener la autorización correspondiente para elevar los tipos de descuento. Es que existían pruebas que los bancos accionistas que habían aumentado sus redescuentos en el Banco Central, habían utilizado esos fondos en préstamos bursátiles. La tendencia especulativa del mercado se mostraba ya en forma sumamente clara, y toda política que se emprendiera para eliminar las corrientes nocivas que se estaban infiltrando en la plaza bancaria, no podía sino considerarse como sana y conveniente.

7.- EL RETARDO EN LA ELEVACION DE LOS TIPOS DE DESCUENTO Y LOS MERCADOS ESPECULATIVOS

El primer banco de Reserva que solicitó autorización para elevar la tasa de descuento fué el de Boston que lo hizo el 23 de Setiembre. El Consejo de Reserva recién autorizó dicho aumento el día 9 de Noviembre.

El Dr. Beckhart, sostiene que el desenvolvimiento especulativo que se estaba produciendo en los EE.UU. hubiera exigido en aquel entonces una acción más rápida por parte de las autoridades del Sistema. Una elevación de las tasas de interés en el mes de Julio de 1925, hubiera sido una medida conveniente y oportuna. Es

interesante a este respecto, la opinión del funcionario del Consejo de la Reserva Federal, Dr. Miller, quien sostuvo que los bancos accionistas que tenían papel redescuotado en los bancos de Reserva Federal, no cancelaban dichos redescuentos, y si encontraban un mercado de préstamos a la vista (call-money) atractivo, puesto que en esas circunstancias, les resultaba conveniente colocar el dinero en dicha plaza para obtener la ganancia producida por la diferencia entre la tasa de interés que pagaban por los redescuentos y la tasa que obtenían en los préstamos a la vista (call-money).

8.- LA CRITICA DEL PROFESOR BECKHART A LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO DEL PERIODO 1923-25.-

Sintetizando los acontecimientos bancarios producidos en el lapso Noviembre 1923- Diciembre 1925, el Dr. Beckhart, a quien seguimos en este comentario, opina que la expansión del crédito manifestado en el aumento de las inversiones y préstamos a los corredores fué posible gracias al aumento de las operaciones de mercado abierto en el año 1924, y al acrecentamiento de los redescuentos en el año 1925. Sostiene dicho economista que las operaciones de mercado abierto excedieron las necesidades comerciales del año 1924, y que el apoyo prestado para el restablecimiento monetario de ciertos países europeos, por medio de una política de crédito fácil, resultó a la larga poco convincente. El aumento rápido y drástico de las tasas de descuento en momento oportuno, hubiera probablemente dado ciertos resultados, ya que es difícil concebir la indiferencia absoluta de los bancos miembros a un tipo alto de interés implantado a su debido tiempo.

La crítica del profesor de la Universidad de Columbia no solo alcanza a las operaciones de mercado abierto del año 1924 que juzga excesivas, sino también a las ventas posteriores de títulos públicos, que no fueron realizadas con la premura suficiente, ni fueron acompañadas por un aumento en los tipos de redescuento, que debieron producirse en el otoño de 1924.-

110

VI.- INTERPRETACION OFICIAL DE LA
POLITICA DE LA RESERVA FEDERAL EN
EL BIENIO 1924-25.-

Acabamos de ver la crítica a la política de crédito del Sistema durante los años 1924-25. Nos corresponde ahora dar a conocer la interpretación oficial de los acontecimientos bancarios, según la relación obtenida en las memorias anuales del Consejo de la Reserva Federal.

La política de descuento y de mercado abierto del año 1924, fué motivada - según la Memoria Oficial - por el desanvlamiento operado en el curso de los negocios. (1)

Las reducciones en las tasas de descuento se produjeron en un período de receso económico. Las tasas monetarias eran a medias del año, las más bajas que se habían registrado en el curso de la última década, como consecuencia de la menor demanda de crédito y la abundancia de fondos provenientes del aflujo de circulante y oro.

Las compras de títulos públicos en el mercado abierto permitieron que los bancos accionistas redujeran su deuda en el Banco Central.

1.- LAS IMPORTACIONES DE METALICO Y LA SITUACION BANCARIA .

Las importaciones de metálico siguieron jugando durante el año 1924, un papel preponderante en el movimiento y volumen del crédito otorgado por la Reserva Federal.

Dice la Memoria de la Reserva Federal que el oro recibido por los bancos accionistas se deposita en los bancos de Reserva. Se produce entonces un aumento de los depósitos de los bancos miembros en el Banco central, que se utiliza ya sea para satisfacer la demanda de circulante o para cancelar la deuda de los bancos afiliados en la Reserva. En 1921, los 667 millones de dólares obtenidos de la importación neta de oro sirvieron para disminuir la deuda de los bancos accionistas en el Sistema. Los 238 millones de dólares oro importados en 1922 se utilizaron no solo para reducir

(1). Véase: ELEVENTH ANNUAL REPORT OF THE FEDERAL RESERVE BOARD, covering operations for the year 1924, páginas 2 y siguientes.

los redescuentos, sino para satisfacer la demanda de circulante y para aumentar los depósitos de los bancos miembros en la Reserva.

El oro importado en 1923, que ascendió a 294 millones de dólares permitió a los bancos accionistas satisfacer la demanda de circulante sin necesidad de recurrir a la Reserva que mantuvo su activo fructífero sin mayores oscilaciones durante el curso del año.-

En 1924, las importaciones de metálico que ascendieron a 258 millones de dólares, se reflejaron en un aumento de los depósitos de los bancos accionistas en el Sistema.-

2.- EL MOVIMIENTO DEL CREDITO ESPECULATIVO Y COMERCIAL.-

La Memoria del año 1925 (1), hace mención a la expansión de los préstamos con caución de títulos que como se recordará venían creciendo apreciablemente desde el año 1924, y dice que estos aumentos deben atribuirse al movimiento excepcional manifestado en las emisiones nacionales y extranjeras de títulos, así como al alza de los valores bursátiles.

El crecimiento relativamente pequeño de los préstamos comerciales se debe según la Reserva Federal, a la actitud adoptada por el comercio respecto a las existencias de mercaderías, a un mejoramiento del servicio de transportes, a una continua cancelación de los préstamos congelados y a la política seguida por muchas corporaciones de transformar sus préstamos bancarios por medio de la emisión de títulos a largo plazo.-

3.- EL RETORNO DEL PATRON ORO EN INGLATERRA. Y EL CREDITO OTORGADO POR LA RESERVA FEDERAL.

Al hacer el comentario de la política de crédito fácil que había emprendido la Reserva en el año 1924, dijimos que una de las razones de su adopción se encontraba en los deseos de los funcionarios bancarios de los EE.UU. de facilitar dentro de los medios a su alcance, la restauración del patrón oro en Inglaterra.

(1). Véase: TWELFTH ANNUAL REPORT OF THE FEDERAL RESERVE BOARD, covering operations for the year 1925, paginas 4 y siguientes.-

El relajamiento en los tipos de interés, y la política liberal de crédito realizada en 1924 tuvo sus frutos al llevar la libra esterlina a la paridad prebélica.

Para asistir al restablecimiento del patrón oro y respaldar su funcionamiento, la Reserva Federal concedió un crédito al Banco de Inglaterra que le permitiera afrontar cualquier perturbación producida en los primeros meses de la readmisión del movimiento libre de oro.

Es interesante conocer la palabra oficial en este asunto, que delineaba una orientación conveniente en las prácticas de los bancos centrales, cuya cooperación se iba a sentir posteriormente en diversos momentos de apremio monetario.

La Memoria del Consejo de la Reserva Federal correspondiente al año 1925 dice que (1), al remover en 1925 el gobierno británico las restricciones al patrón oro, consideró esencial la obtención de créditos externos para afianzar su posición monetaria, en caso en que se encontrara dificultada de mantener la convertibilidad monetaria a raíz de fuertes exportaciones de oro. En tales circunstancias, el Banco de Inglaterra solicitó a los de Reserva Federal que le fuera concedido un crédito mediante el cual pudiera girar contra dichos bancos hasta la suma de 200 millones de dólares, durante un período de dos años. Al mismo tiempo el gobierno británico obtuvo un crédito adicional por valor de 100 millones de dólares de un grupo de banqueros privados de los EE.UU.

El Consejo de Reserva Federal aprobó dicho acuerdo que sería ejecutado por el Banco de Reserva Federal de Nueva York, con la participación de los otros bancos de Reserva. Según el acuerdo el Banco de Reserva de Nueva York, tomó a su cargo la obligación de vender oro al Banco de Inglaterra durante los dos años siguientes, por una suma que no podría exceder en ningún momento de 200 millones de dólares. La operación llevaría un interés superior en

(1). Véase: TWELFTH ANNUAL REPORT OF THE FEDERAL RESERVE BOARD, covering operations for the year 1925, páginas 11 a 14.-

un 1 % a la tasa de descuento del Banco de Reserva de Nueva York, no pudiendo bajar de un mínimo de 4 % ni de un máximo del 6 %. En caso que la tasa de descuento del Banco de Reserva de Nueva York excediera del 6 %, éste sería entonces el tipo de interés del crédito concertado con el gobierno británico.--

Al efectuar la compra de oro, el Banco de Inglaterra acreditaría en sus libros en libras esterlinas a la orden del Banco de Reserva Federal de Nueva York, el importe equivalente al oro adquirido. Este depósito podría utilizarse de tiempo en tiempo, en la compra de aceptaciones elegibles en libras esterlinas que estuvieran garantizadas por el Banco de Inglaterra, aplicándose entonces las ganancias obtenidas por dichas letras al pago de los intereses correspondientes al crédito. El pago del interés o porción de la deuda que se encontrara aún sin cancelar al término de los dos años estaba garantizado por la Tesorería británica.

Dice la Memoria de la Reserva que el desenvolvimiento bancario y monetario ocurrido en Gran Bretaña con posterioridad a la reanudación de la convertibilidad dió lugar a que no se utilizara el crédito concedido por los bancos de Reserva, que quedó entonces como un antecedente significativo de la cooperación prestada por los EE.UU. a Gran Bretaña en ocasión de su vuelta al patrón oro.--

4.- LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO DEL BIENIO 1924-25.-

Para terminar con el estudio del bienio 1924-25, daremos a conocer las razones y consecuencias de las operaciones de mercado abierto realizadas en ese período, según surge de la palabra oficial de los Bancos de Reserva en su respuesta al cuestionario enviado a dichos bancos por la Subcomisión de Bancos y Moneda, en Diciembre de 1930. (1).

(1). Véase: Operation of the National and Federal Reserve Banking Systems. Hearings before a Subcommittee of the Committee on Banking and Currency, United States Senate, Seventy-first congress. Third session pursuant to S. Res. 71. A resolution to make a complete survey of the national and Federal Reserve Banking Systems. Appendix Part 6. Federal Reserve Questionnaires. Washington, 1931, página 795.--

Operaciones de Mercado Abierto realizadas desde Diciembre de 1923 hasta Setiembre de 1924. Compras de títulos públicos.

Razones: Disminuir la tendencia alcista de las tasas monetarias. Permitir a los bancos miembros a liquidar su deuda en el Sistema; estimular los préstamos extranjeros a efectuarse en el mercado americano que se traduciría en mayores exportaciones; inducir a una recuperación de los negocios; colocar a los bancos de Reserva en una posición conveniente para neutralizar posteriormente las tendencias especulativas del mercado.

Consecuencias, de las compras realizadas en ese período: Aumento del crédito bancario, especialmente de los préstamos especulativos y declinación de las tasas monetarias.

Operaciones de mercado abierto realizadas desde noviembre de 1924, hasta marzo de 1925: Venta de títulos públicos. Razones: Neutralizar las tendencias especulativas; hacer efectivas las tasas de descuento; restringir una expansión desmesurada en los negocios; interrumpir el aumento de los precios mayoristas. Consecuencias: Restricción parcial del movimiento especulativo; reducción de la tasa de crecimiento del crédito bancario a un nivel normal.

VII . - BIENIO 1926 - 1927

La política de la Reserva Federal en el bienio 1926-27 puede dividirse en dos períodos, a saber, el que transcurre desde el mes de Enero de 1926 hasta el mes de Mayo de 1927 y el que va desde Mayo de 1927 hasta Diciembre del mismo año. (1)

1.- ANALISIS DEL PERIODO ENERO 1926- Mayo 1927.-

En los primeros cinco meses del año 1926 se produce una declinación en el índice de acciones que se inicia el 8 de Enero de 1926, cuando se eleva el tipo de descuento del Banco de Reserva Federal de Nueva York.-

(1). Tanto en esta división como en las de los años 1928- y 1929x, tomamos la hecha por el profesor de Bancos de la Universidad de Columbia, Dr. Beckhart, cuyo curso sobre la política de la Reserva Federal, seguimos con enorme interés durante nuestra estadía en esa universidad en los años 1931 y 1932. Véase para el análisis correspondiente su libro The New York Money Market, Volume IV, New York, Columbia University Press, paginas 59 a 78.-

N. 26.- LA SITUACION BANCARIA EN LOS AÑOS 1926- 1927

Crédito Otorgado por la Reserva:

Fecha	Redescuentos	Aceptaciones	Títulos Públicos.	Total (*)	Moneda Circul.	Prést. Corred. de Bcos.N.York	Existencia de Oro	Depósitos Bcos.accion. en la Res.	Préstam. e Invers. B.accion.	Valor las a nes.
(En millones de dólares)										
1926										Base 1926=
Enero	520	324	368	1.279	4.891	3.126	4.407	2.236	19.538	101
Feb.	526	305	335	1.218	4.854	3.119	4.425	2.208	19.323	101
Marzo	537	268	337	1.216	4.864	2.800	4.444	2.198	19.423	95
Abril	547	234	331	1.214	4.882	2.467	4.448	2.183	19.492	95
Mayo	551	232	332	1.200	4.871	2.452	4.434	2.199	19.502	97
Junio	553	243	338	1.185	4.884	2.517	4.438	2.206	19.509	97
Julio	549	230	380	1.221	4.916	2.607	4.460	2.212	19.561	100
Agosto	555	245	353	1.203	4.912	2.720	4.467	2.201	19.594	102
Setiemb.	640	316	333	1.278	4.969	2.783	4.471	2.211	19.775	104
Octubre	663	265	306	1.322	5.001	2.698	4.472	2.219	19.784	101
Noviemb.	615	328	302	1.318	5.005	2.615	4.477	2.214	19.673	103
Diciemb.	668	385	322	1.445	5.131	2.698	4.481	2.218	19.742	105
1927										
Enero	481	343	310	1.186	4.903	2.778	4.527	2.243	19.686	105
Febrero	393	304	307	1.043	4.843	2.733	4.576	2.212	19.558	107
Marzo	425	253	345	1.055	4.856	2.816	4.595	2.240	19.989	109
Abril	447	248	341	1.087	4.879	2.866	4.601	2.248	20.068	111
Mayo	473	233	291	1.041	4.860	2.933	4.651	2.262	20.273	114
Junio	429	205	398	1.081	4.831	3.115	4.606	2.301	20.506	115
Julio	454	190	381	1.115	4.851	3.096	4.575	2.289	20.404	117
Agosto	409	173	439	1.093	4.849	3.181	4.585	2.283	20.357	122
Setiemb.	422	216	501	1.187	4.8917	3.261	4.584	2.300	20.653	127
Octub.	424	282	506	1.254	4.934	3.392	4.566	2.326	20.918	126
Noviemb.	415	336	579	1.377	4.936	3.441	4.490	2.373	21.112	129
Diciemb.	529	378	606	1.568	5.048	3.621	4.416	2.399	21.328	133

(*) Incluidos Otros Créditos.

Los préstamos a los corredores declinan en el mismo lapso en 674 millones de dólares. Pero esta merma no iba a ser sino temporaria como veremos dentro de breves momentos al estudiar la política de crédito fácil emprendida por la Reserva Federal en el año 1927.

Los doce meses siguientes (Mayo de 1926 a Mayo de 1927) no acusan mayores modificaciones en la política de crédito del Sistema. Unicamente se eleva la tasa de interés del Banco de Reserva Federal de Nueva York que se fija en 4 % el 13 de Agosto de 1926. El total de crédito de la Reserva se reduce en estos doce meses en 159 millones de dólares, en tanto que las existencias metálicas del país aumentan en el mismo período en 217 millones de dólares. Buena parte de la diferencia existente entre el stock metálico y el crédito otorgado por el Sistema, sirvió para abultar los depósitos de los bancos accionistas que se elevaron en 63 millones de dólares. Este acrecentamiento en las disponibilidades permitió a los bancos miembros a aumentar sus préstamos e inversiones en 771 millones de dólares (Véase Cuadro N. 26).

Durante el lapso que estamos analizando hubo una enorme actividad en los mercados típicos de especulación. Los préstamos a los corredores (brokers' loans) crecieron en 481 millones de dólares. Los precios de las acciones acusaron asimismo un fuerte aumento. Esta expansión en los préstamos sobre títulos y el fuerte repunte que se venía observando en los valores bursátiles daba ya una pauta clara de las tendencias especulativas del mercado.

Una política de crédito liberal no era conveniente en esos momentos. Sin embargo, la Reserva Federal no lo entendió así en el año 1927, cuando con sus operaciones de mercado abierto y la reducción en las tasas de descuento estimuló ese ambiente especulativo, que bajo el amparo del crédito fácil, creció en forma intensa perturbando la acción futura del Sistema bancario y propendiendo a la gestación del "boom" bursátil que hizo crisis en las postrimerías del año 1929.-

2.- ANALISIS DEL PERIODO MAYO 1927- DICIEMBRE 1927.-

En los ocho meses que corren desde el mes de Mayo ~~de~~ hasta el mes de Diciembre de 1927, la Reserva Federal inicia una fuerte campaña de dinero barato que tuvo honda repercusión en el mercado monetario internacional.

Veamos pues la evolución de esta campaña. El primer cuatrimestre de 1927 se desenvolvió sin mayores modificaciones en la cartera de títulos públicos del Sistema. Recien a comienzos de Mayo se decidió reducir la tenencia de papeles fiscales en una suma de 65 millones de dólares, con el objeto de estabilizar las tasas monetarias vigentes en el mercado abierto.

La misma razón hizo que en la segunda quincena de Mayo de 1927 se aumentara la cartera de títulos públicos en $\$$ 100 millones de dólares.

3.- EL CREDITO FACIL Y LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO DE 1927.-

Pero bien pronto esta política fué abandonada. Dice el Profesor Beckhart, que las operaciones de mercado abierto emprendidas por los Bancos de Reserva desde principios de Junio de 1927 y que prosiguieron intermitentemente hasta el mes de Noviembre de 1927, se ejecutaron no ya con el propósito de estabilizar los tipos de interés en el mercado monetario, sino con el de reducirlos, de acuerdo con la política de crédito fácil iniciada en esas entences por el Sistema.

Las adquisiciones de mercado abierto se vieron acompañadas por una reducción general y uniforme de las tasas de interés que descendieron del 4 al 3 1/2 %, Esta reducción era para una gran mayoría de los bancos de Reserva la primera que se efectuaba en el curso del último triente.-

En el período Mayo- Diciembre de 1927, los Bancos de Reserva aumentaron su cartera de títulos públicos y aceptaciones bancarias en 460 millones de dólares, que contrasta con la merma de 235 millones de dólares de los stocks metálicos y el aumento de 186 millones de dólares en el circulante. El superavit que mostraban esas compras de títulos y aceptaciones respecto al movimiento adverso del oro y el alza del circulante, ~~se~~ sirvió para aumen-

Nº 27.- LA EVOLUCION ESPECULATIVA

DEL AÑO 1927

Fecha	Indice de Acciones.	Préstamos a los Corredores por los Bancos de Nueva York.			
		Por cuenta Propia	Por cuenta de bancos del Interior.	Por cuenta de Otros	Total
	(Base :) 1926=100	(En millones de dólares)			
<u>1927</u>					
Enero	105,6	933	1.104	741	2.778
Febrero	107,9	841	1.127	765	2.733
Marzo	109,1	901	1.091	824	2.816
Abril	111,1	929	1.131	806	2.866
Mayo	114,2	936	1.191	805	2.933
Junio	115,4	1.077	1.180	858	3.115
Julio	117,2	1.032	1.180	877	3.096
Agosto	122,0	1.048	1.225	908	3.181
Setiemb.	127,7	1.061	1.285	916	3.261
Octubre.	126,7	1.103	1.326	962	3.392
Noviemb.	129,6	1.175	1.276	990	3.441
Diciemb.	133,1	1.282	1.354	985	3.621

tar los depósitos de los bancos accionistas en la Reserva en la suma de 137 millones de dólares. Este abultamiento de los depósitos explica claramente las tasas bajas de interés y la evolución del crédito de los bancos comerciales del país. (Véase Cuadro N. 26) .

Las letras descontadas recién muestran una elevación en el mes de Diciembre del año 1927. Es recién entonces cuando se insinúan los primeros síntomas de tensión monetaria, al interrumpirse las compras de títulos públicos en el mercado abierto, no obstante que proseguían las exportaciones de oro y el aumento del circulante.

Nos acabamos de referir a la expansión de los depósitos de los bancos accionistas en los Bancos de Reserva Federal. Esta expansión permitió el aumento de los préstamos e inversiones de los bancos afiliados que en el breve plazo de ocho meses (Mayo a Diciembre de 1927) crecieron en 1.055 millones de dólares.

4.- EL CRÉDITO FÁCIL Y LA ACTIVIDAD ESPECULATIVA .

La política de crédito fácil del Sistema generó pues una actividad especulativa, exteriorizada en los préstamos a los corredores y en el alza continua de las cotizaciones en los mercados de títulos y acciones.

El índice promedio de precios de las acciones (Base 1926 - 100) había crecido de 114,2 en Mayo a 133,1 en Diciembre o sea un aumento de 18,9 puntos, en esos ⁸ meses del año 1927.

Los préstamos a los corredores manifestaron en esos meses un alza de 688 millones de dólares, que explica claramente la situación psicológica - monetaria del mercado. Casi toda esta expansión se debió a los préstamos que los propios bancos efectuaban a los corredores, al no aumentar extraordinariamente los préstamos "por cuenta de otros" (brokers loans for account of others) , que posteriormente iban a desempeñar un papel de enorme importancia en la especulación bursátil del año 1929. (Cuadro N. 27).-

5.- FACTORES QUE LLEVARON A LA HOLGURA MONETARIA DE 1927.

a).- Factores Agropecuarios.-

Una de las que tuvo mayor popularidad en el Sistema, fué la que explicaba la reducción de los tipos de interés, iniciada con la acción del Banco de Reserva Federal de Kansas en la necesidad de reducir el costo de negociación de los productos agropecuarios en el Otoño de 1927. Apunta Beckhart, que si esa hubiera sido realmente la causa de la política liberal de crédito de 1927, los resultados hubieran sido poco satisfactorios, dada la poca sensibilidad que acusan los tipos de interés pagados por los agricultores, respecto a las fluctuaciones producidas en el mercado monetario. En realidad, los agricultores no se beneficiaron de esta política bancaria.

Otra de las razones que se daban como causas de la política de 1927, era la que mediante el crédito fácil existente en los EE.UU. se estimularía la demanda europea de artículos agropecuarios americanos. Pero ello no podía ser una causa valedera, si se piensa por un momento que el volumen de exportaciones de productos agropecuarios no podía fincar ni fincaba en la posición relativa de los tipos de interés vigentes en Europa y en EE.UU.

b).- Factores Internacionales: La flojedad de la libra esterlina.

Dice el Dr. Beckhart en su sesudo análisis sobre la evolución del mercado monetario americano, que en rigor, la Reserva Federal al adoptar la política de holgura monetaria de 1927, no tuvo en cuenta la situación del mercado interno, que estaba manifestando síntomas peligrosos de especulación, sino la del mercado monetario internacional, y especialmente la posición de la libra esterlina que acusaba una flojedad manifiesta que exigía una ayuda de la plaza monetario neoyorquina.

La endeblez del signo monetario inglés y las exportaciones de oro de la plaza londinense, creaban una situación de verdadero apremio a las autoridades bancarias británicas, que se encontraban en la disyuntiva de tener que elevar los tipos de descuento, deprimiendo aún más a la industria británica ya fuertemente castigada por el retorno a la paridad prebélica de la libra esterlina,

de obtener la colaboración de los EE.UU. que mediante una reducción oportuna de sus tipos de descuento, evitara la elevación de las tasas monetarias en Londres, y coadyuvara a robustecer la cotización de la divisa inglesa.

La Conferencia de funcionarios de los bancos centrales de Inglaterra, Alemania, Francia y EE.UU. que se realizó en la segunda semana de Julio de 1927, tuvo por objeto probablemente la de fijar la orientación futura de la política de crédito de los EE.UU. de la que dependía primordialmente la estabilidad monetaria británica.

Esta política no podía ser otra que la de impulsar mediante una oportuna campaña de mercado abierto, la reducción de las tasas monetarias, que al fortalecer a la libra esterlina serviría para afianzar la situación monetaria de Gran Bretaña.

El crédito fácil de 1927, consiguió mejorar la posición de la divisa inglesa, pero cabe apuntar aquí que esa situación fué de carácter esporádico, como lo prueban categóricamente los hechos monetarios producidos en el año 1931.

6.- EL CREDITO FACIL DE 1927 Y LA EVOLUCION DEL MERCADO INTERNO.

Pero si del punto de vista internacional la política de 1927 pareció tener éxito aunque de carácter transitorio, no sucedió lo mismo en el mercado interno. Las compras de mercado abierto y la reducción de los tipos de interés, estimularon las tendencias especulativas que estaban presionando desde tiempo atrás la plaza nacional. El aumento de fondos en el mercado, como resultado de las compras de títulos públicos, no sirvió para reducir la deuda de los bancos accionistas, en la forma e intensidad acostumbrada. Es que el mercado habíase tornado muy especulativo y el aumento de los depósitos de los bancos accionistas en el Sistema, sirvió para expandir los préstamos sobre títulos y los préstamos a los corredores. La política de crédito fácil fué así el elemento propulsor de la especulación, que no logró reducirse en 1928 no obstante los esfuerzos realizados por el Sistema, con su política de continencia bancaria, al cobrar nuevos bríos el movimiento especulativo, que recién lograron apasiguarse al producirse el descalabro bursátil de fines de 1929.-

VIII. LA INTERPRETACION OFICIAL
DE LA POLITICA DE LA RESERVA
EN EL BIENIO 1926-27.

Acabamos de analizar los fenómenos bancarios y monetarios producidos en el bienio 1926-27. Como en años anteriores nos corresponde cerrar el comentario estudiando la opinión oficial del Sistema sobre el desenvolvimiento de este período bancario.

1.- EL DESARROLLO DE LOS NEGOCIOS DURANTE EL AÑO 1926.

La Memoria Oficial del Sistema sostiene que durante el año 1926 las condiciones de los negocios fueron de una estabilidad poco común. El volumen físico industrial fué superior al de cualquier año anterior, no hubo prácticamente desocupación y los salarios de los obreros fabriles lograron mantenerse sin mayores inconvenientes. (1).

Es que el año 1926 se caracterizó por una gran producción industrial, una distribución ordenada y una demanda sostenida de mercaderías y una declinación del nivel de precios.

Un factor importante en la negociación ordenada de la producción, ejecutada sin mayor acumulación de stocks, fué la declinación continua del nivel de precios que en Diciembre de 1926 era inferior en 6 % , respecto al mismo mes del año precedente.

Esta declinación en los precios producida en un año de negocios excepcionalmente activos fué un hecho característico del año 1926.

2.- LA SITUACION BANCARIA EN 1926.

El aumento de la actividad en los negocios, fué acompañada por una mayor demanda de crédito bancario, necesaria para financiar las necesidades corrientes de la industria, la agricultura y el comercio.

(1). Véase: THIRTEENTH ANNUAL REPORT OF THE FEDERAL RESERVE BOARD covering operations for the year 1926 , pag. 1 y siguientes.

La abundancia de fondos de inversión, surgida de los ahorros de la población y de las grandes ganancias de las corporaciones, hizo posible que se realizaran fuertes emisiones de capital a los tipos más bajos que se recordaban desde la guerra. Las tasas en el mercado a corto plazo fueron sin embargo durante el año 1926, algo más altas que en el año anterior, pero a fin de año las tasas del papel comercial y de las aceptaciones en el mercado abierto, eran más o menos las mismas que regían en su la misma fecha del año precedente.

Durante todo el curso del año no hubo mayores modificaciones en las tasas de descuento de los bancos de Reserva. Solo sufrió modificación el tipo vigente en el Banco de Reserva de Nueva York. La tasa de interés que había sido elevada al 4 % el 8 de Enero de 1926, sufrió una modificación el 23 de Abril de 1926, en que volvió a reducirse a 3 1/2 % en momentos en que se producía una amplia liquidación de préstamos bancarios en Nueva York; se operaba una declinación en las tasas del mercado abierto y se delineaba un retroceso en ciertos rubros de la actividad comercial pero cuando más tarde se operó un aumento en los préstamos sobre títulos y en el volumen del crédito de la Reserva y en las tasas monetarias del mercado abierto, el tipo de interés volvió a elevarse nuevamente al 4 % el 13 de Agosto de 1926.

En síntesis la política de crédito del Sistema en 1926, que fué un año de estabilidad en los negocios y en el crédito fué la de mantener sin modificaciones la tasa de descuento establecida en 4 %, salvo los cambios producidos en el mercado neoyorquino y la de operar en pequeña escala en el mercado abierto.

3.- LOS MOVIMIENTOS DE METÁLICO EN 1926.

De lo más adelante la Memoria Oficial que las modificaciones ocurridas en el desenvolvimiento del crédito de la Reserva durante el año 1926, fueron menores que en los años 1924-25, debido a que los movimientos de metálico y la demanda local de crédito de la Reserva, fueron de poca importancia.

Según la Reserva Federal, en 1926 los movimientos de metálico han sido menos pronunciados que en cualquier otro período

que se recuerda desde que se estableció el Sistema, con excepción de los años 1918-19, en que rigió el embargo metálico. En 1926, se produjo asimismo un cambio en el origen y destino del metal amarillo, al no recibirse el oro de Europa, sino del Canadá, Australia, Japón y países latino-americanos. Las exportaciones netas de oro, se dirigieron especialmente a Alemania, que había iniciado la formación del encaje del Reichsbank mediante la repatriación del metálico mantenido en custodia en EE.UU.

La Reserva sostiene que (1) el cese de las importaciones aéreas de los países europeos a los EE.UU. en el año 1926, después de varios años de aflujos continuos, se debía principalmente al retorno de la estabilidad monetaria y financiera en Europa, a la mayor libertad en el movimiento de fondos entre los principales mercados del mundo y a la posibilidad y deseos que tenían los inversores americanos de absorber un volumen apreciable de préstamos extranjeros de carácter público y privado.

4.- LOS EMPRESTITOS EXTERNOS Y LOS FONDOS A CORTO PLAZO DEPOSITADOS EN NUEVA YORK.

La Memoria Oficial de 1926 manifiesta enseguida que una parte del producido de estos préstamos se ha mantenido en depósito en Nueva York, o se han invertido en papeles a corto plazo en dicha plaza monetaria.

Estos saldos no solo representaban depósitos de las corporaciones industriales extranjeras y bancos comerciales, sino también de los bancos centrales foráneos, que estaban sujetos a retiro inmediato y constituían por consiguiente una fuente de demanda potencial sobre el oro americano, que no podía dejar de tenerse en cuenta, al determinar la política de crédito de la Reserva Federal, que debía estar en condiciones de satisfacer la demanda externa de oro, sin necesidad de perturbar la situación del crédito y de los negocios de los EE.UU. (2).

(1). Véase: SEVENTEENTH ANNUAL REPORT OF THE FEDERAL RESERVE BOARD, covering operations for the year 1926, páginas 14 a 16.
(2). Op. Cit. pag. 16.

Estas manifestaciones de la Memoria de la Reserva del año 1926, no dejaban de ser fundamentalmente ciertas.

La acumulación de fondos a corto plazo producida principalmente por el restablecimiento de la convertibilidad aurea basada en el "gold exchange standard" fué un acontecimiento de la post-guerra, que no obstante haber sido propiciado por los expertos bancarios y monetarios, demostró ser sumamente inconveniente para los mercados en que se habían agolpado esos enormes fondos líquidos, según se verificó posteriormente durante el desarrollo de la crisis bancaria y monetaria de 1931, que al arrastrar cronológicamente a Austria y Alemania, dobló el 21 de Setiembre de 1931 a la libra esterlina, obligando a la Gran Bretaña a abandonar el patrón oro.

Nos corresponderá al estudiar el año 1931, demostrar como las manifestaciones de la Memoria de la Reserva del año 1926 ~~1~~ eran plenamente fundadas y justificadas, cuando sostenía la posibilidad de un retiro violento de los fondos depositados a corto plazo en la plaza neoyorquina, que fueron retirados prestamente de los EE.UU. y que al traducirse en un violento reflujo aureo, pusieron a verdadera prueba a los bancos de la Reserva Federal.

5.- RESERVA DEL INFORME OFICIAL DE LA RESERVA DEL AÑO 1927.

Sabemos ya que en el año 1927 la Reserva Federal realizó una política de crédito fácil, no obstante el credimiento intenso producido en los índices especulativos, según lo revelaban los préstamos a los corredores y las cotizaciones bursátiles.

Hemos visto también, como los comentaristas más autorizados del Sistema, criticaron esa política, que según ellos fué ejecutada teniendo en vista la situación precaria del mercado internacional y haciendo caso omiso de la situación interna que debido a las tendencias especulativas del mercado no debía ser estimulada con la otorgación de créditos liberales.

En la Memoria de la Reserva se analiza claramente el curso de los préstamos e inversiones de los bancos accionistas mostrándose la intensidad que acusaban los préstamos a los corredores y los préstamos sobre títulos que eran los indicios más claros de la actividad especulativa. Se estudia también la política de cré-

esto fácil, explicándola no solo en términos de la situación internacional, sino también de la situación interna, para analizar enseguida los movimientos de metálico desde la creación del Sistema en el año 1914.

Al referirse a la situación monetaria internacional, a la cual prestó una decidida ayuda mediante su política de tasas bajas, que facilitó la contratación de empréstitos, la Reserva manifiesta un amplio espíritu de cooperación. La vuelta al patrón oro por parte de un gran número de países, llena de gran optimismo al organismo central de crédito de los EE.UU. que ve en la reanudación de los movimientos libres de oro, un factor importantísimo para una ~~mayor~~ mayor cooperación económica entre los pueblos. Véamos pues el comentario oficial del año 1927.

6.- EL CURSO DE LOS NEGOCIOS EN 1927.

Comienza la Memoria estudiando la situación de los negocios en el curso del año. Para el Sistema (1), el año 1927 fué de una gran productividad, con un receso gradual de los negocios en el segundo semestre. La producción minera e industrial y el volumen de las construcciones fué algo inferior al año precedente. La ocupación señaló asimismo una merma y la ganancia de los obreros industriales mostró también alguna reducción. La distribución de mercancías se mantuvo a un alto nivel y no hubo indicios de una acumulación excesiva de stocks. El nivel general de precios mayoristas que había declinado en el curso de los dos últimos años, señaló un movimiento ascendente a mediados de 1927, de suerte que a fines de dicho año era apenas inferior al nivel correspondiente del año 1926. La oferta de fondos disponibles para la inversión fué apreciable y la emisión de títulos nacionales y extranjeros llegó a cifras enormes.

Los préstamos e inversiones de los bancos accionistas crecieron en 2.783 millones de dólares, debido a los aumentos operados en los préstamos sobre títulos (900 millones de dólares) y

(1). Véase: FOURTEENTH ANNUAL REPORT OF THE FEDERAL RESERVE BOARD, covering operations for the year 1927. Washington 1928 páginas 1 y siguientes.-

en las inversiones bancarias (800 millones de dólares) que lograron neutralizar la norma operada en los préstamos comerciales. La declinación de estos últimos se explica no solo por la menor actividad comercial, sino también porque un buen número de corporaciones emitieron títulos que les permitieron reducir sus préstamos comerciales.

7.- LA COMPRA DE TÍTULOS PÚBLICOS EN EL MERCADO ABIERTO Y LA BAJA DEL INTERÉS.

Al estudiar más adelante la Memoria, las operaciones de mercado abierto de 1927, dice que (1) durante el lapso Junio-Setiembre, los bancos de Reserva adquirieron 103 millones de títulos públicos con el objeto de crear una situación de holgura monetaria en el país. Esta política fué adoptada teniendo en cuenta el receso de los negocios en los EE.UU. la deuda relativamente importante de los bancos accionistas en el Sistema y la tendencia hacia condiciones más tensas en el mercado monetario. Se hizo así mismo evidente la existencia de una restricción del crédito en los mercados europeos, y se creyó que el dinero barato en los EE. UU. ayudaría a las naciones extranjeras a satisfacer la demanda estacional de crédito y cambios, sin necesidad de tener que aflojar los cambios o aumentar el costo del crédito a la industria y al comercio. Las condiciones de crédito fácil propenderían además — según la Memoria oficial de la Reserva — a la financiación de las exportaciones americanas, beneficiándose así los productores del país.

Las compras de títulos públicos en el mercado abierto trajeron la holgura esperada en la situación monetaria y ejercieron una influencia favorable en la situación financiera internacional.

A la compra de títulos públicos en el mercado abierto se agregó la reducción en la tasa de descuento de los bancos de Reserva Federal del 4 % al 3 1/2 % que al aumentar el margen existente entre los tipos de interés vigentes en EE.UU. y en Europa, determinó un éxodo de metálico de los EE.UU. que favoreció la cotización de la libra esterlina y de otras monedas extranjeras, covering operations for the year 1927, pagina 10.-

En la explicación oficial de las operaciones de mercado abierto dada por los bancos de Reserva Federal a la subcomisión de Bancos y Moneda del Senado Americano se dice a su vez lo siguiente: Operaciones del año 1927. Del mes de Mayo de 1927 al mes de Noviembre de 1927 se compraron títulos públicos en el mercado abierto.

Razones: Facilitar la financiación de los productos agrícolas; prevenir las importaciones de oro; asistir a las naciones europeas en la compra de artículos agropecuarios americanos; vigorizar los cambios extranjeros, mantener el patrón oro; facilitar la emisión de empréstitos extranjeros en el mercado americano; estimular una recuperación de los negocios; impedir una declinación en el nivel de los precios.

Consecuencias: Se mejoró la cotización de los cambios extranjeros se estimuló la emisión de empréstitos extranjeros; se facilitó los movimientos de metálico; se mantuvo el patrón oro; se mejoró la producción; se estimuló la actividad especulativa; declinaron las tasas monetarias y se mantuvieron firmes los precios mayoristas.

8.- SÍNTESIS DE LA POLÍTICA DE CRÉDITO DEL SISTEMA EN 1927.

Dice la Memoria a modo de síntesis, que a comienzos del año 1927, la política de los bancos de Reserva en el mercado fué pasiva, al poder mantenerse en una situación de crédito fácil gracias al aflujo de oro; que en la primavera ^{el} y verano la Reserva tuvo que recurrir a las compras de títulos públicos y a la reducción de los tipos de interés para mantener la hálcura monetaria, ante la suspensión de las importaciones de metálico; que a principios del otoño, cuando comenzó el refluje aéreo, los bancos de Reserva lo neutralizaron con las adquisiciones de papeles fiscales en el mercado abierto, y que finalmente en las postrimerías del año 1927, la Reserva modificó su política de crédito fácil a raíz del fuerte aumento operado en los préstamos e inversiones de los bancos nacionalistas, permitiendo entonces que las exportaciones de metálico ejercieran su efecto acostumbrado sobre el mercado monetario, a saber, aumento de los redescuentos en la Reserva y elevación de los tipos de interés.

En términos generales, la política de crédito fácil

de empréstitos extranjeros en los EE.UU. y facilitó la exportación de oro a aquellos países que estaban en trance de reformar sus sistemas monetarios.-

IX.- CRITICA A LA POLITICA DE CREDITO FACIL DE LA RESERVA FEDERAL DURANTE LOS AÑOS 1924 Y 1927.

La terminación del año 1927, da lugar a muy serias reflexiones respecto a los resultados obtenidos por la Reserva Federal.

Según la opinión de eminentes economistas americanos, la política de crédito fácil de la Reserva Federal en los años 1924 y 1927, tuvo por objeto facilitar y mantener el patrón oro en Inglaterra.

Se sostiene que en 1924 la situación de holgura monetaria del mercado americano logró la elevación del valor de la libra esterlina al nivel pre-bélico. El crédito fácil se aplicó así en momentos en que el mercado interno manifestaba tendencias especulativas que exigían su neutralización mediante una política de crédito firme.

Se dejó de lado estas manifestaciones internas, ante el interés de ver restablecido el patrón oro en Inglaterra, que se creía obtener sobre bases sanas con la ayuda de manipulaciones financieras, olvidando la propia estructura económica del Reino Unido que requería un reajuste interno previo al restablecimiento de la convertibilidad, como lo demostraron en forma palmaria los acontecimientos posteriores.

La política de crédito fácil del año 1927, tenía por fin evitar que el Banco de Inglaterra aumentara su tipo de interés que perturbaría el desenvolvimiento económico del país.

Esta elevación del tipo de interés en la Gran Bretaña, se hacía necesaria para salvaguardar las existencias metálicas que venían mermando fuertemente a causa de la flojedad experimentada por la divisa inglesa. La política de holgura monetaria emprendida por la Reserva en 1927, para evitar la tensión en Inglaterra, fué criticada acerbamente por ciertos economistas, que veían en el alza de los precios bursátiles americanos y en la especulación

los préstamos a los corredores estadounidenses, factores especulativos que exigían no ya una política de liberalidad bancaria sino por el contrario una de verdadera restricción del crédito.

El Dr. Beckhart, atribuye buena parte de las dificultades económicas porque pasa actualmente el mundo, a la política de crédito fácil de los años 1924 y 1927, que agregada al régimen arancelario, a las deudas bélicas y a las tentativas de valorización artificial de ciertas materias primas, trajeron las actuales perturbaciones. Dice así textualmente el profesor de la Universidad de Columbia. Lo agudo de la depresión y las tribulaciones que sufre el mundo, pueden atribuirse en parte a la política de crédito fácil emprendida por los Bancos de Reserva Federal en los años 1924 y 1927, que produjeron exportaciones antieconómicas de capital y que fueron además un estímulo inflacionista en los EE.UU. A estos factores, debe agregarse los aranceles americanos, la presión de las reparaciones y de los pagos de las deudas interaliadas y las distintas tentativas de valorización de los precios que fueron asimismo manifestaciones de fuerzas inflacionistas.(1)

Una opinión parecida tiene el Dr. Benjamin M. Anderson, economista del Chase National Bank de Nueva York, al sostener que las dificultades porque pasa los EE.UU. se debe en buena parte a la política de dinero excesivamente barato establecida por la Reserva Federal en diversos períodos de la post-guerra. (2).

Nos corresponde ahora seguir nuestro análisis con la evolución bancaria del año 1928.

X.- AÑO 1928

La política de crédito de la Reserva en el año 1928 puede dividirse en dos períodos perfectamente definidos; el primero que transcurre desde Enero hasta agosto y el segundo que va desde agosto hasta Diciembre.

(1). Véase: The New York Money Market, Volume IV, External and internal Relations, Part. One, Federal Reserve Policy and the money market, 1923-31, by Benjamin H. Beckhart, Chapter IX, The Return of Cheap Money, pag. 163.
(2). Véase al respecto: THE CHASE ECONOMIC BULLETIN, Vol. IX, N. 6, The Financial Situation, November 22, 1929, paginas 4 y siguientes.

1.- EL PERIODO DE TENSION MONETARIA DE ENERO-AGOSTO DE 1928.

Durante el año 1928 las fuerzas especulativas manifestadas claramente en 1927, tienden a intensificarse sobremedura. Ya hemos visto como la política de crédito fácil del año 1927 había tendido a aumentar los préstamos a los corredores y las cotizaciones bursátiles.

Esta intensificación dejó lugar a que el sistema modificara fundamentalmente su política de crédito en el lapso Enero-Agosto de 1928, en que el crédito fácil, suscitó una elevación de las tasas monetarias y ventas de títulos públicos en el mercado abierto.

Vemos pues el desarrollo de este primer período en que la Reserva al crear una situación de tensión monetaria, tenía por objeto obtener una liquidación de los préstamos a los corredores y de los precios bursátiles que habían llegado en ese entonces a niveles realmente especulativos.

En las primeras nueve semanas de 1928, los Bancos de Reserva Federal elevaron sus tipos de descuento al 4 %, que fué la tasa uniforme establecida en todo el Sistema. El aumento de la tasa de descuento y las fuertes ventas de títulos públicos en el mercado abierto, fueron los medios utilizados para encarecer el costo del dinero.

En la primera semana de Marzo, los índices especulativos habían sufrido un receso, que parecía hablar en favor de la política de restricción bancaria, emprendida por la Reserva a juzgar por el crecimiento más lento producido en los préstamos bursátiles, Pero el alza en las cotizaciones de los títulos demostró bien pronto que la política restrictiva debía intensificarse si es que se quería obtener una verdadera liquidación de los elementos especulativos del mercado. El aumento de los precios bursátiles, tendió bien pronto a elevar los préstamos a los corredores. Los bancos accionistas se encontraron entonces obligados a reconstruir sus depósitos en la Reserva, afectados no solo por el cincuenta de los préstamos e inversiones, sino también por las nuevas ventas de títulos públicos, y por las exportaciones de oro

que los llevaron a aumentar apreciablemente los redescuentos en el Sistema.

Es recién entonces cuando las medidas restrictivas de la Reserva, comienzan a sentirse con fuerza. Los bancos de Reserva vuelven a aumentar en $1/2$ % sus tipos de descuento. Según algunos comentaristas este aumento no se realizó con la suficiente rapidez e intensidad en el mercado neoyorquino, al no ser lo suficientemente fuerte como para mantener el tipo oficial de interés por arriba de las tasas vigentes en el mercado; y al perder debido al retardo con que fué sancionada el alza, gran parte del valor psicológico que generalmente tienen dichas modificaciones sobre el mercado monetario.

Pero el endeudamiento continuo de los bancos accionistas en la Reserva, y la falta de una liquidación substancial del crédito especulativo, fueron factores decisivos que llevaron a varios bancos de Reserva a establecer nuevos aumentos de las tasas de descuento que alcanzaron un nivel del 5 %.

2.- EL DESARROLLO DE LOS PRÉSTAMOS A LOS CORREDORES.

Desde Enero hasta fines de Agosto de 1928, los préstamos a los corredores habían aumentado en 437 millones de dólares, y el índice de precios de las acciones en 13,9 puntos. Era pues claro que la actividad especulativa estaba en pleno apogeo en el mes de Agosto de 1928. Acabamos de ver que los préstamos a los corredores que era el factor más importante que se tenía en cuenta en esos momentos para explicarse la evolución del mercado, habían manifestado un aumento de 437 millones de dólares. Esta expansión no se había producido por el aumento de los préstamos bancarios a los corredores y que habían manifestado por el contrario una merma de 454 millones de dólares, sino por el acrecentamiento de los préstamos por cuenta de otros que se habían elevado en 891 millones de dólares. Véase Cuadro N. 28.

Este aumento de los préstamos por cuenta de otros, cuyo contralor parecía escapar a la política de crédito del Sistema, fué uno de los elementos más perturbadores que tuvo el mercado, según se comprobó al retirarse precipitadamente durante la

N. 28.- LA EVOLUCION ESPECULATIVA

DEL AÑO 1928

Préstamos a los Corredores de los
bancos de Nueva York.

Fecha	Indice de Accio- nes.	Préstamos a los Corredores de los bancos de Nueva York.			Total
		Por cuenta Propia	Por cuenta de Bancos del Inte- rior.	Por cuenta de Otros	
(Base : 1926-100)		(En millones de dólares)			
<u>1928</u>					
Enero	134,4	1.341	1.470	990	3.801
Feb.	132,3	1.167	1.500	1117	3.784
Marzo	137,9	1.064	1.450	1.247	3.761
Abril	145,9	1.193	1.616	1.252	4.062
Mayo	152,1	1.272	1.623	1.514	4.414
Junio	145,3	1.048	1.568	1.744	4.360
Julio	144,2	929	1.543	1.760	4.232
Agosto	148,3	835	1.522	1.881	4.239
Setiemb.	156,6	887	1.607	1.924	4.417
Octubre	159,1	938	1.720	2.048	4.701
Noviemb.	171,1	1.105	1.749	2.248	5.102
Diciemb.	171,4	1.114	1.760	2.319	5.193

crisis bursátil de 1929, que obligó a los bancos a llenar el hueco dejado por esas disponibilidades en el transcurso del colapso neoyorquino.

El Dr. Beckhart, critica la lentitud con que la Reserva adoptó las medidas restrictivas en los primeros meses del año 1928 .

Según dicho economista, (1), la Reserva hubiera conseguido entonces una liquidación de los préstamos y precios bursátiles, si es que hubiera seguido una política de descuento más enérgica, elevando por segunda vez las tasas en el mes de Marzo, en lugar de hacerlo a fines de Abril, cuando los préstamos sobre títulos y las cotizaciones bursátiles ascendían en forma sumamente apresurada.

En esos momentos no solo debía haberse adoptado una enérgica política de descuento, sino que debía haberse reducido con mayor rapidez la cartera de títulos públicos.

que la situación era seria, y que la Reserva Federal se había percatado de ello, lo demuestran claramente las diversas circulares que dirigió en ese período a los bancos comerciales.

Se trataba de llegar en esa forma al ánimo de los banqueros/~~extranjeros~~ explicándoles la conveniencia de restringir los préstamos especulativos facilitados liberalmente al mercado bursátil.

3.- EL ALZA ESPECULATIVA Y SU REPERCUSION EN EL SENADO NACIONAL.

Los temores enunciados sobre la expansión pronunciada de los préstamos a los corredores llegó también a oídos del Senado americano, en el que se mencionaron los peligros que un desenvolvimiento de esa naturaleza tendría para la estructura bancaria del país.

El 17 de Enero de 1928, el Senador Robert M. La Follete, solicitaba una amplia investigación de los préstamos a los corredores,. En su pedido, manifestaba que la Reserva Federal debía tomar ~~en~~ todas las medidas tendientes a restringir la expansión ulterior de los préstamos especulativos efectuados por los bancos

(1). Véase ; Beckhart, op. cit. Volume IV, New York, pag. 91.

miembros, las que debían realizarse con la rapidez necesaria para no afectar la estabilidad financiera del país.

La política restrictiva implantada en ese entonces por la Reserva Federal fué criticada en el extranjero, por economistas de renombre internacional tan grande como el Profesor Hawtrey de Inglaterra y el Profesor Gustavo Cassel de Estocolmo.

4.- LA POLITICA DE CREDITO FACIL DEL PERIODO AGO TO-DICIEMBRE 1928

Lo criticable de la conducta de la Reserva Federal, no fué la adopción de la política restrictiva de crédito, sino su modificación en el segundo período del año 1928, en que creyendo beneficiar a la industria y al comercio adquirió una cantidad importante de aceptaciones bancarias, que al reducir los redescuentos y aumentar los depósitos de los bancos accionistas, estimuló nuevamente la expansión de los préstamos a los corredores, neutralizando así buena parte de los esfuerzos emprendidos en los primeros meses de 1928.

Como se explica este vuelco en la política de crédito del Sistema? En forma en cierto modo simple. Los funcionarios del organismo central de crédito creían inconveniente mantener una situación de tasas altas para la industria y el comercio. Creían posible la diferenciación del crédito que iba al comercio de aquel otro que se dirigía a la especulación bursátil. La política adoptada parecía basarse en la concepción de una estructura del crédito en que los distintos elementos de la demanda, se encontraran divididos por compartimentos estancos, en donde no habría posibilidad de infiltración, ya que el crédito dirigido a una actividad determinada, no podría encauzarse a ninguna otra.

Parecía ser ésta la concepción de la Reserva al adoptar la política basada en la posibilidad de diferenciar entre la actividad comercial y la especulativa. Pero los hechos no le dieron la razón cuando se verificó que esa política de crédito fácil dirigida a la industria y al comercio estimuló con mucha mayor intensidad la actividad especulativa que la genuinamente comercial.

En el lapso que corre desde el mes de Agosto de 1928 hasta el mes de Diciembre del mismo año, la Reserva Federal aumentó su cartera de aceptaciones bancarias en 305 millones de

N. 29 .- LA SITUACION BANCARIA DE 1928

Crédito otorgado por la Reserva:

Fecha	Crédito otorgado por la Reserva:				Existencias de Oro.	Moneda en Circulación.	Depósitos Bancos accionistas en la Reserva.	Préstamos Inversiones Bcos. accionistas.
	Redescuentos	Títulos Públicos	Aceptaciones	Total (')				
(En millones de dólares)								
<u>1928</u>								
Enero	465	512	373	1.388	4.377	4.785	2.426	21.493
Febrero	471	406	360	1.264	4.373	4.709	2.368	21.315
Marzo	513	415	343	1.295	4.335	4.710	2.365	21.502
Abril	661	351	358	1.405	4.287	4.730	2.396	21.944
Mayo	836	257	349	1.472	4.207	4.722	2.388	22.148
Junio	1.019	232	244	1.531	4.119	4.736	2.355	22.063
Julio	1.090	213	185	1.531	4.113	4.746	2.324	22.006
Agosto	1.061	210	178	1.485	4.118	4.743	2.274	21.809
Setiemb.	1.064	240	226	1.581	4.125	4.804	2.314	21.871
Octubre	975	237	368	1.621	4.133	4.836	2.332	21.938
Noviemb.	897	238	471	1.653	4.151	4.860	2.352	21.883
Diciemb.	1.013	263	483	1.824	4.142	5.008	2.367	22.189

('). Incluidos otros créditos.

dólares. Como las compras de títulos públicos crecen asimismo en 53 millones de dólares, el total de papeles adquiridos en el mercado abierto aumenta en 358 millones de dólares. Este aumento no solo permite satisfacer la demanda estacional de circulante, sino que facilita además la reducción de 48 millones de dólares de la deuda de los bancos accionistas en el Banco Central y el aumento de 93 millones de dólares de sus depósitos en la Reserva.

El aumento producido en los depósitos de los bancos accionistas a raíz de las compras de aceptaciones bancarias por la Reserva, hizo posible que aquellos incrementaran nuevamente sus préstamos bursátiles. - Véase Cuadro N. 29.-

5.- EL CRECIMIENTO DE LOS PRESTAMOS BURSATILES Y LA POLITICA DE LA RESERVA.

Volviéron entonces a crecer los préstamos a los corredores en 954 millones de dólares, distribuidos así: préstamos bancarios 517 millones de dólares y préstamos por cuenta de otros 438 millones de dólares. El índice del precio de las acciones aumentó en dicho período (Agosto- Diciembre de 1928) en 23,1 puntos. (Cuadro N. 28).

En Diciembre de 1928, la Reserva Federal verificó estadísticamente que el crédito barato que había creado por las compras de aceptaciones en el mercado abierto, había facilitado la intensificación de la actividad especulativa, al renovar la tendencia alcista de los préstamos y cotizaciones bursátiles.

Sostiene el profesor Beckhart, que hubiera sido mucho más conveniente, que la expansión estacional del circulante, se hubiera producido con el aumento de los redescuentos y no con las compras de mercado abierto. En esa forma, se hubiera probablemente evitado una nueva expansión de los índices especulativos del mercado. El apoyo dado al mercado de aceptaciones, fué pues según el profesor mencionado, un estímulo directo al alza de los préstamos bursátiles.

XI . LA INTERPRETACION OFICIAL
DEL AÑO 1928

La Memoria Anual del Consejo de la Reserva Federal, sostiene que el año 1928, se ha caracterizado por una mayor actividad comercial, un crecimiento continuo en la demanda de crédito y una elevación de los tipos de interés. La distribución de las mercaderías se realizó sin dificultades, y no se produjo una acumulación de las existencias. Los precios mayoristas que habían comenzado a elevarse en el verano de 1927, siguieron subiendo durante el año 1928, pero declinaron en el último trimestre del año de suerte que en Diciembre se encontraban al mismo nivel del año precedente. Prosiguieron las exportaciones de metálico y el aumento creciente del crédito bancario se tradujo en un aumento de fondos suministrados por la Reserva, que a raíz de la venta de títulos en el mercado abierto, se reflejó en un crecimiento aún mayor de los redescuentos . (1).

Dice más adelante la Memoria que la política de contención bancaria de los primeros meses de 1928 se realizó cuando la industria parecía haber recuperado de los niveles bajos de 1927. Se vendió en esas circunstancias títulos públicos en el mercado abierto por una suma aproximadamente igual a la adquirida anteriormente en el período de crédito fácil de 1927.

Se elevaron entonces las tasas de descuento. A raíz de las exportaciones de oro y ventas de títulos públicos efectuadas en el primer semestre de 1928, los bancos accionistas aumentaron rápidamente sus préstamos en la Reserva, no obstante la elevación de los tipos de interés de modo que a mediados de año, la deuda bancaria en el Sistema era la mayor que se tenía tabulada en los últimos seis años. Este mayor endeudamiento obligó a los bancos accionistas a reducir sus inversiones y préstamos sobre títulos que declinaron casi sin interrupción durante un período de cerca de tres meses.

(1). Véase : FIFTEENTH ANNUAL REPORT OF THE FEDERAL RESERVE BOARD, covering operations for the year 1928, pag. 1 y sig.

207

Sigue diciendo la Memoria del Consejo de Reserva Federal, que las ventas de títulos ya mencionadas y los aumentos sucesivos en las tasas de descuento, sirvieron para restringir durante buena parte de 1928, el crecimiento operado en el crédito bancario.

Desde mediados del mes de Mayo hasta fines del de Agosto, los préstamos e inversiones de los bancos accionistas declinaron considerablemente, pero después del mes de Agosto, la demanda creciente de crédito comercial y de circulante que revestía un carácter estacional, así como el nuevo crecimiento de la actividad bursátil, produjo una nueva expansión del crédito bancario, que al terminar el año llegaba a cifras hasta entonces desconocidas.

Es la Reserva que llega entonces el momento en que es necesario satisfacer la demanda estacional de circulante exigida por los negocios del otoño que como los gastos de la cosecha, los pagos industriales y la mayor actividad del comercio minorista, obligan a los bancos afiliados a hacerse de fondos aumentando, ya sea los redescuentos, o la venta de aceptaciones a los bancos de Reserva. El Sistema sostiene que el aumento de la cartera de aceptaciones de la Reserva Federal en los meses de Setiembre, Octubre y Noviembre de 1928, no solo permitió satisfacer la demanda estacional de circulante, sino que facilitó la reducción de la deuda de los bancos accionistas en el Banco Central, permitiendo la disminución de las tasas monetarias en momentos en que existía una fuerte demanda de crédito de carácter estacional.

La Reserva Federal explica su absorción de aceptaciones en los meses finales de 1928, que como se recordará fué duramente criticada por los economistas, diciendo que las tasas relativamente favorables que causaban las aceptaciones respecto a las otras clases de préstamos, se reflejaron en un aumento de las mismas. Por otra parte, las altas tasas vigentes en el mercado abierto hizo que las aceptaciones resultaran poco atractivas para los inversores, y fueran ofrecidas en venta a los bancos de Reserva Federal.

El año 1929 es el año del colapso bursátil. Su análisis es de enorme interés, no solo por su enorme repercusión local e internacional, sino también porque marca un jalón en la historia bancaria de EE.UU.

Para la interpretación de la política de crédito del Sistema dividiremos el año 1929, en tres períodos, a saber:

- 1). El de persuasión, que va desde Enero hasta Julio de 1929;
- 2). El de la política indecisa que va desde Agosto hasta Octubre de 1929 y 3). el del pánico y crédito fácil que va desde Octubre hasta Diciembre de 1929.

Esta clasificación pertenece al Profesor Benjamin H. Beckhart, al que seguiremos en su análisis de la política de crédito del Sistema, que juzgamos interesante, no solo por la claridad con que se encuentra expuesta, sino también por la autoridad indiscutible del Profesor de la Universidad de Columbia, que constituye actualmente uno de los expertos bancarios más prestigiosos de EE.UU. (1).

Vamos pues, cada uno de estos períodos:-

1.- PRIMER PERIODO(ENERO-JULIO DE 1929).LA POLITICA DE PERSUASION BANCARIA.-

El año 1929 comenzó bajo los mejores auspicios. Los índices más representativos de la actividad industrial seguían creciendo y un sentimiento optimista dominaba en todas las regiones del país. El índice de las acciones seguía elevándose a medida que avanzaba el año económico. De 185,2 a que llegaba en Enero de 1929 había pasado a 190,7 en Junio y a 207,3 en Julio de 1929.

La posición del mercado bursátil era altamente significativa. Las acciones eran compradas sin tener en cuenta el rendimiento actual, sino sus posibilidades futuras, lo cual era lógico dadas las perspectivas anunciadas de una producción en ascenso persistente, y un poder adquisitivo invulnerable a cualquier perturbación económica.

Es así como los índices de la actividad especulativa comenzaron el año 1929 con verdadera pujanza. Los préstamos a los co-

Préstamos a corredores de Boos. de N. York

Crédito otorgado por la Reserva :

Fecha	Indice de Acciones	Por cuenta propia	Por cuenta de bancos del Interior.	Por cuenta de Otros	Total	Redes-cuentos.	Titulos Publicos	Acceptaciones	Total (')	Moneda en Circulacion	Existencias d Oro	
Base: 1926 = 100		(E N M I L L O N E S					D E D O L A R E S)					
1929												
enero	185,2	1.173	1.801	2.434	5.408	859	229	473	1.613	4.748	4.115	
enero	186,5	1.082	1.817	2.656	5.555	889	184	385	1.502	4.686	4.143	
enero	189,1	1.071	1.729	2.879	5.679	969	197	265	1.481	4.709	4.166	
febr.	186,6	934	1.649	2.823	5.477	1.004	165	156	1.377	4.679	4.226	
marzo	187,8	861	1.665	2.965	5.491	956	153	145	1.303	4.684	4.292	
abril	190,7	895	1.548	2.940	5.383	978	179	99	1.317	4.687	4.311	
mayo	207,3	1.198	1.651	2.992	5.841	1.096	147	75	1.380	4.764	4.335	
junio	218,1	993	1.786	3.290	6.069	1.043	155	124	1.376	4.777	4.351	
julio	225,2	1.048	1.850	3.642	6.540	969	165	229	1.427	4.811	4.368	
agosto	201,7	1.257	1.639	3.602	6.498	885	154	337	1.450	4.810	4.381	
septiembre	151,1	1.090	779	2.154	4.023	953	315	296	1.631	4.845	4.374	
octubre	153,8	888	713	1.790	3.391	803	446	320	1.643	4.943	4.324	

Incluidos Otros Créditos.

rededores crecieron en el período Enero-Julio en 433 millones de dólares, debido primordialmente a la expansión de los préstamos por cuenta de otros, que se habían elevado en 558 millones de dólares, en tanto que los préstamos suministrados por los bancos neoyorquinos, a los corredores habían crecido en solo 25 millones de dólares, y los préstamos por cuenta de los bancos del Interior habían mermado en 150 millones de dólares.

El índice de precios de las acciones había manifestado en este período una elevación de 22,1 puntos.

Es obvio que la Reserva Federal no podía permanecer indiferente ante una situación de esta índole. Bastaba recordar su política restrictiva del primer semestre de 1928, enunciada y puesta en práctica con el fin de combatir las tendencias especulativas del mercado, para imaginarse que bien pronto sus autoridades tomarían cartas en el asunto.

En los primeros siete meses de 1929, la Reserva Federal dejó vencer las aceptaciones en su poder, sin tratar de sustituirlas por nuevos documentos, de modo tal que su cartera se redujo en 398 millones de dólares. En ese mismo período vendió en el mercado abierto 82 millones de dólares en títulos públicos. Estas operaciones obligaron a los bancos accionistas a acudir al redescuento que creció en 237 millones de dólares, no obstante el aumento de 20 millones de dólares, producido en las existencias de oro del país. Véase el cuadro N. 30.

2.- LOS PEDIDOS DE ELEVACION DEL TIPO DE DESCUENTO Y SU POSTERGA- CION POR EL CONSEJO DE LA RESERVA FEDERAL.

No pasó integramente este período, sin que diversos bancos del Sistema solicitaran del Consejo de la Reserva Federal, la autorización correspondiente para elevar la tasa de descuento.

El Directorio del Banco de Reserva de Nueva York, había pedido con anterioridad al mes de Mayo el permiso para aumentar la tasa de descuento del 5 al 6 %. En el Banco de Reserva de Boston, el pedido era aún más antiguo, al remontarse al 27 de Marzo de 1929.

Obsérvase entonces como ya en los primeros meses de

1929, diversos bancos de Reserva solicitaban el aumento de los tipos de interés, que como se verá enseguida fueron postergados hasta el mes de Agosto, por el Consejo de la Reserva Federal.

Entre las razones que se tenía para solicitar dicha elevación de las tasas monetarias, se encontraban la de que las tasas bancarias estaban por debajo de los tipos vigentes en el mercado y que se había producido un fuerte crecimiento en los préstamos a los corredores, todo lo cual indicaba una situación realmente especulativa en el mercado monetario.

El Consejo Consultivo de la Reserva Federal que es un órgano de asesoramiento del Consejo de Reserva, había ya recomendado en diversas oportunidades la necesidad de autorizar la elevación de los tipos de descuento. Así, el 19 de Abril manifestaba que era conveniente el aumento de las tasas monetarias y el 21 de Mayo sostenía la conveniencia de autorizar el establecimiento del 6 % de descuento para aquellos bancos de Reserva que lo habían solicitado en diversas oportunidades.

En esas ~~apenas~~ circunstancias, la Reserva no escuchó los pedidos reiterados que se le hacían de elevar las tasas de descuento, al tratar de persuadir a los bancos sobre la conveniencia de encauzar el crédito de la actividad especulativa a la comercial y de evitar el redescuento que sirviera para intensificar los préstamos bursátiles.

No solo solicitaban esa elevación del tipo de descuento los bancos de Reserva, sino también algunos bancos comerciales ~~que~~ como el National City y el Guaranty Trust Company de la ciudad de Nueva York.

3.- LA OPINION DEL BANQUERO PAUL M. WARBURG SOBRE LA POLITICA A SEGUIR POR LA RESERVA.

Diversos economistas manifestaron su conformidad con una política de aumento rápido de los tipos de descuento. Merece destacarse entre los distintos discursos pronunciados en esa época el del gran banquero Paul M. Warburg, quien en fecha tan temprana como el 7 de Marzo de 1929, manifestó sus temores sobre una

pronta crisis bursátil, que los hechos del mes de Octubre no vinieron sino a ratificar plenamente.

En ese discurso-- dirigido a la asamblea de accionistas del Banco Internacional de Aceptaciones-- se encuentran algunos párrafos que constituyen toda una lección de sana economía y que resaltan profundamente de la literatura conocida en esos momentos, no solo por el juicio ecuaníme con que se encuentra expresado el fenómeno de la especulación, sino también por la nitidez con que se reflejó los fenómenos económico- monetarios producidos en el gran país del Norte.

Para Warburg había en esos momentos en EE.UU. problemas económicos y monetarios que no podían ser olvidados. Sostenía así en una de las partes más vigorosas de su discurso que de las lecciones económicas que nos han enseñado la gran guerra, nada más significativo que la surgida de una creación excesiva de moneda o de crédito bancario, que al exceder el ritmo de la producción se reflejaba en la palabra "inflación". Sin embargo, el público no parecía reconocer que la creación de un poder adquisitivo inflado no era un monopolio exclusivo de los gobiernos.

Cuando consideramos -- dice Warburg-- que el valor de plaza de las diversas acciones utilizadas en la confección del índice de precios bursátiles de la Standard Statistics Company, se ha elevado en los dos últimos años, de 17.500 millones de dólares a 33.000 millones de dólares, nos encontramos con un aumento de 15.500 millones de dólares que en la mayoría de los casos, no guarda proporción con los incrementos producidos en las instalaciones propiedades o posibilidades de ganancias de las empresas mencionadas.

Dice enseguida Warburg, que algunos sostienen que el aumento de precio de los títulos se explica por su valor intrínseco. Pero ello no parece justificable, si se piensa que el nivel actual de los precios bursátiles se mantiene gracias no solo al extraordinario volumen de crédito dedicado a sostener los títulos que no han sido absorbidos por ~~los~~ el público, del que es solo una parte, los 6.000 millones de dólares facilitados a los corredores, sino también a la estructura bancaria que descansa en el crédito

Reserva Federal, cuyo activo fructífero ha aumentado en cerca de 500 millones de dólares, por sobre la cifra considerada como normal.

Coteja más adelante Warburg la situación especulativa de 1929 con los sucesos ocurridos en los años 1919-21 y dice que **K** mientras en estos años prevaleció una escasez de productos y una demanda intensa por los mismos, en 1929, el mundo estaba luchando por la posesión de acciones y la satisfacción de nuevas necesidades, que no podrían objetarse mientras fueran el fruto de los ahorros de la nación.

Pero cuando los ahorros de las masas se depositan como márgenes para la especulación en títulos y acciones, y cuando el uso extravagante de fondos para fines burlescos absorbe una gran proporción de la oferta nacional de crédito, en forma que amenaza paralizar el curso regular de los negocios del país, no cabe entonces dudar sobre la forma en que debería ejercer su influencia la Reserva Federal.

La gente que muestra temor que los aumentos de la tasa de descuento de los Bancos de Reserva pueda perturbar la actividad comercial, olvida según Warburg el gran perjuicio que sufriría el país si se siguiera a pie juntillas el consejo de dejar que las cosas se desenvuelvan por si mismas.

Terminaba el gran banquero Warburg esa parte de su discurso, sosteniendo que cuando el papel comercial se cotiza al 5 3/4 % y cuando las aceptaciones bancarias se venden al 5 3/8 % las tasas de redescuento fijadas en 4 1/2 % y 5 %, estan fuera de la realidad y que la demora de llevarlas a un nivel apropiado involucraba una enorme responsabilidad para los bancos de Reserva Federal, que mostraban en esa forma una debilidad notoria para adoptar las medidas que se juzgaban necesarias en esos momentos.

Toda esta expresión de deseos enunciada por Warburg, y ratificada por otros economistas eminentes, no fué tomada en cuenta por la Reserva Federal que no creyó oportuno acceder en esos momentos a los pedidos hechos por ciertos bancos de Reserva, para elevar los tipos de descuento.

No por eso dejó la Reserva de ver la seriedad de la

situación, al tratar de rectificar como se recordará la política de préstamos e inversiones de los bancos accionistas del país, por medio de una circular, en que se trataba de persuadir a los bancos sobre la conveniencia de suspender sus préstamos especulativos.

4.-LA CIRCULAR DEL CONSEJO DE LA RESERVA FEDERAL A LOS BANCOS AFILIADOS.

Esta circular que se hizo pública el 7 de Febrero de 1929, decía entre otras cosas que (1) el Consejo de la Reserva Federal no asume el derecho ni tiene ningún interés de transformarse en arbitro de la especulación en títulos o valores bursátiles. Pero ello no impide que observe si los bancos de Reserva Federal funcionan en las condiciones más efectivas que las circunstancias permitan.

Dice más adelante la circular que la extraordinaria absorción de fondos en préstamos especulativos sobre títulos, que ha caracterizado el movimiento del crédito en el año precedente, debe ser considerada con mucho interés por la Reserva. Los recursos del Sistema son amplios para satisfacer las necesidades del crédito comercial que requiere el país, siempre que se encuentren convenientemente administrados y resguardados para no ser utilizados en fines prohibidos por la ley de Reserva Federal.

Termina la circular diciendo que según opinión del Consejo, la ley de Reserva Federal no contempla el uso de los recursos del Sistema en la creación o extensión del crédito especulativo. Un banco miembro no se encuentre dentro de sus derechos, cuando reclama las facilidades del redescuento para utilizar las sumas así obtenidas en el mantenimiento u otorgamiento de préstamos especulativos.

El Consejo no tiene el deseo de intervenir en las prácticas establecidas para sus operaciones de préstamos por los bancos miembros, en tanto ellas no envuelvan a los bancos de Reserva. Exis-

(1). El texto íntegro de la circular puede encontrarse en el Sixteenth annual report of the Federal Reserve Board, covering operations for the year 1929, paginas 2 a 4.-

te , sin embargo, grave toda vez que se produce la evidencia que los bancos miembros mantienen préstamos especulativos sobre títulos con fondos facilitados por la Reserva Federal. Cuando esto ocurre, los bancos de Reserva Federal contribuyen al sostenimiento del crédito bursátil de carácter especulativo , apartándose así de la ley de Reserva Federal.

5.- EL RETARDO EN LA ELEVACION DE LOS TIPOS DE DESCUENTO. LA CRITICA

Acabamos de mencionar los párrafos substanciales de la circular enviada por la Reserva a los bancos afiliados, que fijó la política de persuasión del Sistema durante varios meses de 1929. Esta política no satisfizo a los dirigentes bancarios, que optaron por autorizar tardíamente en el mes de Agosto de 1929 la elevación de los tipos de descuento de los Bancos de Reserva Federal.

La oposición del Sistema de autorizar, a comienzos del año la elevación solicitada de las tasas de interés, fué posteriormente muy criticada por algunos economistas que sostuvieron que esa demora hizo más intenso el "crack" del mes de Octubre, e impidió una liquidación oportuna en el mercado de títulos que se hubiera producido probablemente si el Consejo de la Reserva Federal hubiera autorizado los aumentos en las circunstancias en que habían sido solicitadas.

El Dr. Beckhart, piensa que la oposición del Sistema nacía de la creencia de sus funcionarios de que los altos tipos de interés serían perniciosos para el comercio y no afectarían mayormente las actividades especulativas. Se había perdido de vista que los negocios se encontraban en esos momentos muy expandidos, lo que exigía una restricción del crédito. Un aumento rápido de las tasas de descuento hubiera disminuido con una cierta anticipación, el ritmo de crecimiento de los negocios y hubiera permitido que la deflación subsiguiente tuviera un carácter menos agudo.

De lo que no cabe duda alguna es que la política persuasiva emprendida por la Reserva en los siete primeros meses de 1929, no dió mayores resultados.

6.- LA POLITICA INDECISA DE LOS MESES DE AGOSTO -OCTUBRE DE 1929.

Tan pronto como el Consejo de Reserva Federal

Banco de Reserva de Nueva York a elevar la tasa de descuento al 6 %, nos encontramos de lleno en el segundo periodo de la política de crédito del Sistema, esto es, el que se desenvuelve desde el mes de Agosto de 1929 hasta el mes de Octubre del mismo año.

La decisión de elevar la tasa de redescuento se anuncia recién el día 8 de Agosto. El alza es de un punto. Pero simultáneamente con esta elevación de la tasa de descuento, se reduce la tasa de compra de aceptaciones en el Banco de Nueva York, del 5 1/4 % al 5 1/8 %.

Válvase a manifestar aquí la teoría de facilitar las operaciones comerciales mediante la reducción del tipo de compra de las aceptaciones bancarias.

7.-EL MOVIMIENTO DISPAR EN LAS TASAS DE DESCUENTO Y ACEPTACIONES Y LA REDISTRIBUCION DEL ACTIVO FRUCTIFERO DE LA RESERVA'.

La política seguida no era evidentemente clara. La elevación de la tasa de descuento se veía acompañada de una rebaja en la de aceptaciones. No podía decirse que el banco central siguiera a este respecto una política de continencia bancaria, puesto que al reducirse la tasa de compra de las aceptaciones, iba a aumentar la cartera del Sistema y a producirse una redistribución del activo fructífero de los bancos de Reserva al acrecer el volumen de aceptaciones y reducirse el de las letras redescontadas. Esta transformación operada en el activo, hizo completamente ineficaz el aumento al 6 % de la tasa de descuento.

Con este movimiento dispar en la tasa de descuento y en la de aceptaciones, se trataba de impedir por un lado la intensificación de las fuerzas especulativas, y por el otro de evitar los efectos deprimentes que pudiera tener en las actividades comerciales del país, la elevación del tipo de interés.

Lo cierto es que entre el 10 de Agosto que es la fecha posterior al alza de la tasa de descuento y el 19 de Octubre que es la que precede al pánico bursátil, las aceptaciones compradas por el Sistema en el mercado abierto se elevan en 261 millones de dólares y las letras descontadas disminuyen en 221 millones de dólares. La declinación observada en los redescuentos trajo consi-

se una reducción en las tasas de interés en Nueva York en donde la tasa de préstamos de renovación a la vista (call loan renewal rate) desciende de un promedio de 9,23 % en Junio a uno de 6,43% en Octubre de 1929.

8' - LA INTENSIFICACION DEL MOVIMIENTO ESPECULATIVO.-

En este período se observa una nueva intensificación en en los índices especulativos, al pasar el promedio de las cotizaciones bursátiles del New York Times de un nivel de 414,08 dólares el 7 de agosto a 427,73 dólares el 16 de Octubre del 1929. Los préstamos a los corredores manifiestan por su parte un aumento de 781 millones de dólares, que se debe casi en su totalidad a los préstamos por cuenta de otros que se elevan en 732 millones de dólares, mientras que los préstamos por cuenta de los bancos aumentan tan solo en 49 millones de dólares.

9.-XXX CARACTER E IMPORTANCIA DE LOS PRESTAMOS POR CUENTA DE OTROS (LOAN FOR THE ACCOUNT OF OTHERS). SU EVOLUCION.

La importancia que tuvieron estos préstamos por cuenta de otros en la evolución de la crisis bursátil del año 1929, muestra la conveniencia de referirse brevemente a su caracter y estructura antes de proseguir con el estudio de la política de crédito de la Reserva en los últimos meses de 1929.

Los préstamos por cuenta de ~~los bancos~~ otros (loans for the account of others) incluyen los préstamos otorgados por las corporaciones americanas y extranjeras, por los "investment trusts" y por los banqueros extranjeros y los inversores.

Una estimación realizada por la Subcomisión de la Comisión de Bancos y Moneda del Senado Americano establece que los préstamos por cuenta de otros se distribuían el día 17 de Septiembre de 1929 en la siguiente forma: Corporaciones 56 %, Individuos 20 %, "Investment Trusts" 14 % y Fondos exteriores 10%.

Todos estos prestamistas estaban libres del control de la Reserva Federal y se desenvolvían con independencia del Sistema bancario.-

El aumento de los préstamos por cuenta de otros en el biénio 1923-24 se debe casi exclusivamente a la tendencia creciente observada en los tipos de interés de los préstamos renovables a la vista (call loan renewal rate) al existir una simpatía evidente entre la curva de los préstamos por cuenta de otros y la curva del interés de los préstamos renovables a la vista (call loan renewal rate).

A las críticas que se hacía a los préstamos por cuenta de otros por hallarse desligados del sistema bancario, se respondía que ello se debía en parte a la propia política de la Reserva Federal.

La argumentación que se daba es digna de conocerse a fuer de interesante. Se decía así, que ese estado de cosas ^{no} debía atribuirse solamente a las grandes ganancias de las corporaciones, que al abultar sus disponibilidades les permitían prestar en el mercado bursátil a la vista (call-loan money) en forma sumamente amplia, puesto que había conyugado a esa situación especulativa la política de crédito fácil de la Reserva Federal de 1924 y 1927 al estimular las ventas desmesuradas de títulos y el crecimiento de los préstamos bursátiles. Esta política había llevado a las corporaciones a reducir sus préstamos bancarios, gracias a la conversión de dicha deuda en acciones, que al aumentar sus existencias de dinero efectivo, hizo posible la dilatación de los préstamos.

En parte a los fondos entregados por los otros y que provenían de ganancias o de la venta de títulos a inversores de buena fé, no eran susceptibles de criticarse al representar ahorros que no diferían mayormente de los fondos utilizados por las corporaciones en la compra de títulos o la ampliación de sus plantas industriales.

Pero no todas las sumas involucradas en los préstamos por cuenta de otros correspondían a este concepto, ya que una porción considerable de los títulos emitidos fueron adquiridos directamente por los bancos o por los inversores con fondos facilitados por éstos. El monto de estas operaciones no representaba ningún ahorro, al hallarse íntimamente ligado con el sistema

de crédito del país. De ahí que se atribuyera una parte de responsabilidad por la situación imperante en esos momentos al sistema bancario de los EE.UU. (1).

Pero de lo que no cabe duda alguna es del menor control ejercido por la Reserva Federal a raíz del fuerte crecimiento de los préstamos por cuenta de otros,

A la gravedad del estímulo especulativo a que propendía la expansión de dichos préstamos, debía agregarse la falta de responsabilidad de los prestamistas que los retirarían cuando los necesitaran o cuando se encontraran atemorizados de la evolución del mercado bursátil.

Estos préstamos por cuenta de otros eran sumamente inestables, como vino a comprobarse en el desarrollo de la crisis bursátil, en que su retiro violento del mercado obligó a los bancos a suministrar sus propios fondos para evitar el derrumbe completo del mercado.-

10.- EL PANICO BURSATIL Y EL CREDITO FACIL (OCTUBRE-DICIEMBRE 1929)

Veamos el desenvolvimiento de estos hechos y recordemos que al terminar el segundo período en que habíamos dividido el año 1929, los préstamos a los corredores ya habían alcanzado un nivel altísimo - al crecer desde el 7 de agosto hasta el 16 de Octubre de 1929 en 781 mil onces de dólares, de los que correspondían 732 millones de dólares a los préstamos por cuenta de otros y el resto a los préstamos bancarios.

El alza en las cotizaciones bursátiles había sido enorme en los últimos meses. A comienzos de Octubre se tenía la impresión que esta situación no podría durar mucho tiempo. Los precios habían comenzado a caer en la Bolsa con unas semanas de anticipación al pánico del 23 de Octubre de 1929. Difícil sería determinar cuales fueron las causas que presionaron el mercado en ese momento. No cabe duda que hubo factores que impulsaron el males-

(1). Véase The New York Money Market, Volume III, Uses of Funds, by Benjamin Haggott Lockhart, New York, Part. VI, Supply, Loans for account of "others" pg. 162 a 198.

tar psicológico del mes de octubre, como ser los informes sobre reducción de ganancias de las corporaciones, la elevación de la tasa de descuento del Banco de Inglaterra al 6 1/2 %, la quiebra Hatry de Londres, el retiro de fondos europeos del mercado americano y el receso que se estaba perfilando en la actividad comercial de los EE.UU.

Todos estos acontecimientos precipitaron sin duda alguna el mercado, que sufrió un serio revés el día 23 de Octubre de 1929.

Son esos los momentos en que los préstamos a los corredores por cuenta de otros y los préstamos bursátiles facilitados por los bancos del interior de los EE.UU. se retiran violentamente del mercado, obligando a los bancos comerciales neoyorquinos a llenar el hueco dejado por esas extracciones imprevistas, para evitar que el descabreo bursátil asuma proporciones mayores.

Es interesante desde todo punto de vista conocer el desarrollo de los momentos culminantes de esta crisis.

Cuando comenzó la liquidación bursátil, los bancos neoyorquinos se encontraban en inmejorables condiciones para ir en ayuda del mercado, dada la posición de expectativa que habían asumido y que se reflejaba en la falta de expansión de sus préstamos a los corredores.

Entre el 23 y el 30 de Octubre de 1929, los préstamos por cuenta de otros bajaron de 3.823 millones de dólares, a 2.464 millones de dólares y los préstamos por cuenta de los bancos del interior de los EE.UU. de 1.733 millones a 1.005 millones de dólares. Para neutralizar los efectos que pudiera tener en la bolsa una liquidación tan brusca de los préstamos, los bancos neoyorquinos elevaron sus préstamos a los corredores de 1.077 millones de dólares el 23 de Octubre a 2.069 millones de dólares el 30 del mismo mes. No obstante ello, los préstamos totales a los corredores que habían llegado a 5.634 millones de dólares el 23 de Octubre, bajaban a 5.538 millones de dólares el 30 de Octubre de 1929.

A raíz de estas operaciones, los bancos accionistas neoyorquinos elevaron sus depósitos a la vista netos en 1.600 millones de dólares entre los días 23 y 30 de Octubre, gracias al aumento de 1.400 millones de dólares en sus préstamos e inversiones, que debía atribuirse en su casi totalidad a los préstamos con cesación de títulos. Este aumento en los depósitos pudo lograrse por el uso del redescuento y las compras de títulos públicos en el mercado abierto, realizadas por la Reserva Federal que permitieron atenuar la tensión monetaria que surgió a raíz del pánico de fines de Octubre.

Estimaciones referentes al último trimestre de 1929, hacen llegar la liquidación de préstamos bursátiles a la suma de 3.900 millones de dólares.

La caída de los valores bursátiles produjo un cambio fundamental en la política de crédito del Sistema. A las tasas altas y crédito firme, se sucedió un período de tasas bajas y crédito fácil. Esto último aconteció en las postrimerías del año 1929. En la primera semana de liquidación que siguió al colapso bursátil, los bancos de Reserva compraron 150 millones de dólares de títulos públicos en el mercado abierto, con el fin de minorar las dificultades porque poseían los bancos miembros a raíz de la violenta contracción de fondos realizada por los prestatarios designados con el nombre de otros y los banqueros del interior de los EE.UU.

La Reserva Federal siguió realizando compras de títulos públicos en el mercado abierto durante los meses de Noviembre y buena parte del mes de Diciembre, en forma tal que los bancos accionistas pudieran satisfacer las demandas estacionales de circulante y las exportaciones de metálico sin necesidad de tener que recurrir a un aumento de sus redescuentos en la Reserva, que por el contrario se redujeron en los últimos meses de 1929.

El 1° de Noviembre, una vez pasado el pánico bursátil, el Banco de Reserva de Nueva York, disminuyó el tipo de descuento del 6 % al 5 %, para volver a reducirlo nuevamente el 15 de Noviembre al 4 1/2 %.

Es que la política de crédito fácil del Sistema y la liquidación del crédito bancario producida en el último bimestre de 1929, se reflejaron en el relajamiento de los tipos de interés, al que no era ajeno asimismo la menor atracción que tenía el mercado bursátil neoyorquino, que dió lugar al retiro de fondos extranjeros atraídos a la plaza americana, durante el "boom" y que luego al repatriarse se manifestaron en exportaciones de oro que llegaron a cerca de 100 millones de dólares en los dos últimos meses de 1929.

Pero no por esto se perturbó el mercado monetario, cuya holgura iba a persistir en los años siguientes, salvo pequeños períodos de perturbación esporádica, que como la suspensión del patrón oro inglés, trajo una tirantez breve en el mercado monetario estadounidense.

XIII.- LA INTERPRETACION OFICIAL DE LA POLITICA DEL SISTEMA DURANTE 1929

Como de costumbre nos corresponde ver ahora someramente cual era la opinión oficial que tenían los funcionarios de la Reserva respecto a los acontecimientos del año 1929.

Comienza la Memoria Oficial (1) dividiendo el año en dos períodos a saber, el que corre desde el mes de enero hasta el mes de octubre en que se produce el crack bursátil y el que va desde octubre a diciembre de 1929.

En el primer período que cubre 10 meses, la situación se caracteriza por un aumento de la demanda de crédito surgida en el mercado bursátil; en un alto nivel de las tasas monetarias, en importaciones de oro y en una política bancaria firme por parte de la Reserva Federal.

(1). Véase: SIXTEENTH ANNUAL REPORT OF THE FEDERAL RESERVE BOARD, covering operations for the year 1929, paginas 1 y siguientes.

El segundo periodo que comienza a fines de octubre se caracteriza por una caída violenta de los valores bursátiles, una liquidación drástica de los préstamos sobre títulos, una política de crédito fácil del Sistema y fuertes exportaciones de metálicos.

La Memoria Oficial se refiere más adelante al crecimiento operado a comienzos del año en los préstamos especulativos, defendiendo su negativa de permitir en esos momentos la elevación de los tipos de descuento, en el argumento que el Consejo no estaba dispuesto a considerar esas alzas de intereses como una medida favorable y que consideraba conveniente aceptar en su reemplazo la aplicación de medidas persuasivas, que se reflejaron en una conservación substancial de los recursos de crédito del Sistema bancario del país, y especialmente de los bancos de Reserva Federal para las necesidades esenciales que surgieran en el curso del año.

1.-LA INTERPRETACION OFICIAL DE LA CRISIS ECONOMICA

Dentro de la reseña que hace la Reserva de los acontecimientos bancarios del año 1929, se encuentra los detalles de la política de crédito fácil del último bimestre del año, que se explica por el fuerte receso de los negocios ocurrido en los EE.UU.

Este receso económico iniciado en las post-inerías de 1929, se iba a acentuar en los años siguientes, e iba a traer la adopción de medidas extraordinarias por parte del Presidente Roosevelt, según tendremos ocasión de ver en su momento oportuno.

Interesante es conocer la interpretación que hacía en esos momentos la Reserva sobre el desenvolvimiento de la crisis económica.

Dice así que el cambio producido en la situación de los negocios en los últimos meses de 1929, se debió no solo a la reacción proveniente de una producción excesivamente abultada que se había observado a comienzos del año en ciertas industrias, sino también a los resultados del crecimiento rápido y caída ulterior

de los valores bursátiles. (1)

El aumento rápido en los precios de las acciones estimuló en diversas formas la actividad de los negocios. Dadas las condiciones favorables del mercado, las empresas industriales emprendieron la expansión de sus actividades con la emisión de acciones ordinarias. Lo mismo aconteció con los institutos de inversión que estimularon la creación de nuevas empresas y la consolidación de las existentes, gracias a la gran absorción de las nuevas emisiones en el mercado monetario.

Se produjo la extracción de depósitos a la vista y en caja de ahorros, que fueron utilizados en la compra de títulos. El gran volumen de papeles bursátiles emitidos hizo posible un aumento de las construcciones, manifestada en una ampliación de las plantas industriales. El alza de los precios bursátiles y las ganancias obtenidas en los mercados especulativos facilitaron la demanda de servicios y productos industriales de carácter suntuario.

Esta adquisición de artículos de lujo fué financiada por los adquirentes de títulos con las disponibilidades extraídas de los depósitos de ahorro. Estos hechos cambiaron tan pronto se produjo la caída de los precios de las acciones.

En efecto, los institutos de inversión (investment houses) se encontraron con grandes cantidades de títulos que aún no habían sido negociados en el mercado, y que difícilmente lo serían, dado el poco interés que manifestaba el público por absorberlos, de tal suerte que el volumen de nuevas emisiones se redujo rápidamente, a medida que se intensificaba la merma en los precios. Las pérdidas producidas por la caída de los precios bursátiles, redujo la demanda de artículos suntuarios, afectando a la industria y especialmente a aquellos artículos que se habían desarrollado intensamente durante el "boom" bursátil.

(1). Véase: SIXTEENTH ANNUAL REPORT OF THE FEDERAL RESERVE BOARD, covering operations for the year 1929, pagina 11 y 12.

No deja de ser interesante esta explicación dada a los pocos meses del colapso neoyorquino, cuando aún se recordaban los precios extraordinarios a que habían llegado muchas acciones, que al caer terriblemente no solo alteraron profundamente la estructura del mercado monetario, sino que perturbaron extraordinariamente el desenvolvimiento industrial del país, cuya desmejora creciente en los meses posteriores, dió lugar a la intensificación de una crisis que aún no ha logrado desaparecer de los EE.UU. no obstante los enormes esfuerzos que viene realizando el actual presidente Roosevelt.

X I V . - E L B I E N I O 1930 - 31

Retomando nuevamente el hilo de nuestro comentario, nos corresponde entrar a estudiar el bienio 1930-31.

Recordemos ante todo que con el colapso bursátil del mes de Octubre de 1929, se modifica fundamentalmente la política de crédito del sistema, al iniciarse una campaña de crédito fácil, que no iba a ser interrumpida sino en las semanas álgidas de la suspensión del patrón oro inglés en Setiembre de 1931, y en los momentos extraordinarios del cierre bancario americano de principios de 1933.

Durante el bienio 1930-31 se intensifica la crisis económica. Caen fuertemente los precios y prosigue sin mayores trabas la liquidación de los préstamos e inversiones de los bancos comerciales americanos.

No debe extrañar que la fuerte declinación del crédito produzca una enorme deflación de valores y perturbe la estructura bancaria americana, que empieza a debilitarse tan pronto como se acentúan las quiebras bancarias en diversos estados de la Unión Americana.

En el bienio bajo informe, la Reserva Federal trata de mitigar los efectos de la crisis económica con una política de crédito fácil reflejada en la baja de la tasa de descuento y

compras de títulos públicos en el mercado abierto, que adquirirían una importancia extraordinaria a partir del año 1930.

Veamos pues rápidamente los principales acontecimientos producidos en los años 1929 y 1930.-

XV.- AÑO 1930

1.- CARACTERÍSTICAS FUNDAMENTALES DEL AÑO 1930.

El año 1930 se caracteriza por una reducción del crédito comercial, una baja en los precios y tasas monetarias y una disminución de la actividad económica. La Reserva Federal continúa su política de crédito fácil iniciada en Octubre de 1929, mediante la reducción de las tasas de interés y las compras de títulos públicos en el mercado abierto.

Propenden asimismo a la holganza monetaria las importaciones de oro y el retorno del circulante a los bancos, que permiten una reducción aún mayor del redescuento otorgado por el Sistema. Prosigue la liquidación del crédito bancario iniciada en Octubre de 1929, y se intensifican las quiebras bancarias, que iban a constituir en los años siguientes uno de los elementos más graves de perturbación producidos en el país.

2.- LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

Las operaciones de mercado abierto del Sistema se realizan en forma intermitente. En los últimos meses de 1929, la Reserva adquiere 292 millones de dólares de títulos públicos que llevan sus existencias en el mes de Diciembre de 1929 a 446 millones de dólares.

En el primer trimestre de 1930, nuevas compras de títulos públicos elevan la cartera del Sistema a 540 millones de dólares. Se interrumpen las adquisiciones en el bimestre siguiente para reanudarse en los meses de Junio, Julio y Agosto, que permiten elevar la cartera a 599 millones de dólares en el mes de Agosto de 1930. Finalmente en el mes de Diciembre vuelven a comprarse títulos oficiales en el mercado abierto que aumentan la cartera a 644 millones de dólares.

Las aceptaciones bancarias que en Enero de 1930, ascendían a 514 millones de dólares se reducen a 153 millones de

dólares en el mes de agosto, para volver a crecer a 257 millones de dólares en el mes de Diciembre.

3.- LA MENSA DE LAS LETRAS DESCONTADAS Y LA REDUCCION DE LOS TIPOS DE INTERES.

El aumento de la cartera de títulos públicos produjo el efecto consabido en las letras descontadas, que mermaron de 501 millones de dólares en Enero de 1930 a 338 millones de dólares en diciembre del mismo año. Véase al respecto el cuadro N. 31.

Esta reducción de los descuentos trajo consigo la baja de los tipos de interés. En efecto, la tasa de descuento del Banco de Reserva de N. York, cayó de un máximo del 6 % en Octubre de 1929 a un mínimo del 2 % el 24 de Diciembre de 1930, y en forma análoga disminuyeron sus tipos de interés los otros bancos de Reserva Federal. Las tasas que regían para las aceptaciones bajaron asimismo en dicho período del 5 1/8 % al 1 7/8 %, mientras que la del papel comercial disminuía del 6 1/4 % al 2 7/8 %.

4.-EL CREDITO DE LA RESERVA, LAS IMPORTACIONES DE ORO Y LA MONEDA EN CIRCULACION.

La baja de las tasas de interés y la compra de títulos públicos, no produjo un aumento del crédito otorgado por el Sistema, que se redujo de 1.357 millones de dólares en Enero de 1930 a 1.273 millones de dólares en Diciembre del mismo año.

Esta disminución pudo realizarse gracias a las importaciones de metálico y al retorno del circulante, que crearon un ambiente sumamente propicio para la aplicación de la política de dinero a barato implantada por el Sistema a partir de la crisis bursátil de Octubre de 1929.

Las importaciones netas de metálico ascendieron durante el año 1930 a 300 millones de dólares. Buena parte de estas importaciones provenían de los países productores de materias primas que ante la caída de precios de sus exportaciones básicas se veían obligados a saldar con oro sus cuentas internacionales que se encontraban ya bastante perturbadas por el cese de las inversiones americanas.

Nº. 31.- LA SITUACION BANCARIA DE 1930

Fecha	Títulos Públicos	Aceptaciones compradas.	Redescuentos.	Total de Crédito de la Reserva. (*)	Importaciones de Oro	Moneda en Circulación.
<u>1 930</u>	(en millones de dólares)					
Enero	485	314	501	1.357	4.283	4.652
Febrer.	480	285	378	1.181	4.317	4.554
Marzo	540	246	274	1.095	4.394	4.532
Abril	530	266	231	1.072	4.443	4.518
Mayo	529	182	247	996	4.505	4.497
Junio	571	141	251	1.000	4.528	4.489
Julio	583	154	226	1.003	4.532	4.483
Agost.	599	153	214	998	4.496	4.476
Set.	597	197	189	1.016	4.503	4.493
Oct.	602	185	196	1.020	4.520	4.501
Nov.	599	184	221	1.033	4.553	4.528
Diciemb.	644	257	338	1.273	4.583	4.823

(*) Incluidos Otros Créditos.

Los movimientos de metálico no se producían en estas circunstancias como un resultado de las diferencias en los tipos de interés vigentes en los países exportadores e importadores de oro, sino como resultado de la caída drástica de los precios agropecuarios, que obligaba a saldar con oro el déficit del balance de pagos.

Es así como en 1930 EE.UU. recibió 157 millones de dólares del Jap'n., 88 millones de dólares del Brasil, 23 millones de dólares de China, 21 millones de dólares de Méjico, 20 millones de dólares de la Argentina y 36 millones de otras naciones del Centro y Sud America.

El otro factor que afectó la demanda de crédito de la Reserva Federal fué el circulante. El total de moneda en circulación venía manifestando desde el año 1926 una declinación notoria, que no se debía tanto a la merma en el monto de los salarios e del comercio minorista, que constituyen en los EE.UU. los dos elementos fundamentales de la demanda de numerario, como a la caída de los encajes bancarios; al retorno del circulante depositado en el exterior y que volvía a los bancos americanos y a la utilización más intensa del cheque.

A todo esto debía agregarse la declinación general de los negocios, que requería un menor volumen de circulante.

Recien en el último bimestre de 1930 se produjo un repunte violento de la moneda en circulación, que al exceder las necesidades estacionales de ese entonces, se atribuyó a la quiebra de diversos establecimientos bancarios que obligó a las demás instituciones de crédito a reforzar sus encajes para mantenerse en una situación líquida.

Desde este momento, la moneda en circulación deja de manifestar sus fluctuaciones normales al verse fuertemente influenciada por el fenómeno del atesoramiento, que iba a constituir uno de los factores de perturbación más importantes en los años siguientes, según veremos en el momento oportuno.

5.- LA LIQUIDACION DE LOS PRESTAMOS E INVERSIONES DE LOS BANCOS COMERCIALES.

Ya nos hemos referido en párrafos anteriores a la extraordinaria declinación del crédito bancario ocurrida en el año 1930.

Esta liquidación que se había iniciado en Octubre de 1929, siguió sin decaer en el año 1930. En este lapso de 15 meses (Octubre-1929-- diciembre 1930), los préstamos e inversiones de todos los bancos afiliados a la Reserva disminuyeron en 1.054 millones de dólares.

Esta declinación se debía a la fuerte caída de los préstamos que llegaba a 2.243 millones de dólares en los concedidos a la clientela y a 42 millones de dólares en los realizados en el mercado abierto, ya que las inversiones por el contrario habían aumentado en ese período en 1.240 millones de dólares.

Más tarde, cuando esta liquidación se intensifica, los bancos no solo reducen sus préstamos, sino también sus inversiones, acentuando así la intensa deflación del crédito que se había iniciado en el mes de Octubre del año 1929.

Las cifras que se acaban de citar no englobaban sino la situación de los bancos accionistas de la Reserva Federal. Si a dichas cifras se agregan las estimaciones de la reducción del crédito de los bancos no afiliados al Sistema, se obtiene una norma total en el período Octubre-1929-- Diciembre de 1930 que asciende aproximadamente a 3.000 millones de dólares. Si a este total se añade una liquidación de cerca de 5.500 millones de dólares en préstamos facilitados por los organismos privados a los corredores bursátiles, tendríamos que la liquidación total de crédito ocurrida durante estos quince meses llegaría a la enorme suma de 8.500 millones de dólares.

Es obvio que una liquidación de esta importancia afectará la estructura económica americana, que empezaba a sentir el desequilibrio operado entre el crédito nacional y las erogaciones y cargas fijas, el que al intensificarse iba a dar lugar posteriormente a modificaciones fundamentales en el régimen de la moneda.

y el crédito de los EE.UU.

XVI .- AÑO 1931

1.- RESEÑA GENERAL DEL AÑO 1931.

En el año 1931 la Reserva Federal continúa su política de crédito fácil, que se desenvuelve sin mayores dificultades hasta el 21 de Setiembre en que Gran Bretaña suspende el patrón oro.

Se interrumpe entonces transitoriamente la política de dinero barato que vuelve a reanudarse tan pronto como desaparecen del mercado americano, los factores de perturbación producidos por el acontecimiento monetario inglés.

En el año 1931 se intensifica la crisis económica que se refleja en las nuevas mermas de los índices de la producción, la ocupación y los salarios.

Prosigue la declinación de los precios y del crédito bancario. Se manifiesta en forma clara el fenómeno de la tesaurización del circulante y aumenta el número de quiebras bancarias.

Esta endeblez bancaria se hace tan seria que en el mes de Octubre de 1931 se organiza la Corporación Nacional de Crédito con el objeto de efectuar préstamos a los bancos que no obstante tener activos sanos no pudieron redescantarlos en la Reserva Federal debido a que no reúnen las condiciones del papel elegible.

Tratábase de evitar de este modo que los bancos siguieran liquidando sus préstamos e inversiones, que al lanzarse a un mercado bajista tendería a reducir aún más las cotizaciones y a tornar más débil la posición de dichos bancos, cuyas inversiones de títulos sufrirían terriblemente los efectos del descenso de los precios bursátiles.

Que esa medida no bastó para minorar la violenta liquidación bancaria lo demuestra la actitud del Presidente Hoover al presentar en el mes de Diciembre al Congreso Americano, un proyecto creando la Corporación de Reconstrucción Financiera que con un capital de 500 millones de dólares facilitadas por la Tesorería americana, y un poder de aumentarlo hasta 1.500 millones

N. 52.— PRESTAMOS E INVERSIONES DE LOS BANCOS ACCIONISTAS (*)

Fecha	Préstamos sobre títulos.	Otros Préstamos.	Total de Préstamos.	Inversiones	Total de Préstamos e Inversiones.
-------	--------------------------	------------------	---------------------	-------------	-----------------------------------

(En millones de dólares)

1 9 3 1

Enero	7.495	8.399	15.894	6.766	22.660
Febrero	7.315	8.242	15.557	7.102	22.659
Marzo	7.302	8.150	15.452	7.387	22.839
Abril	7.157	8.040	15.197	7.745	22.942
Mayo	6.998	7.893	14.891	7.822	22.713
Junio	6.770	7.853	14.623	7.816	22.439
Julio	6.631	7.964	14.595	7.798	22.393
Agosto	6.480	7.900	14.380	7.713	22.093
Septiemb.	6.413	7.870	14.283	7.795	22.078
Octubre	5.971	7.679	13.650	7.775	21.425
Noviemb.	5.859	7.586	13.445	7.578	21.023
Diciemb.	5.763	7.441	13.204	7.545	20.749

(*) Los guarismos corresponden a 101 ciudades importantes de los EE.UU.

de dólares, tendría a su cargo la concesión de préstamos a los bancos y otras instituciones necesitadas de fondos, que en esa forma no estarían obligadas a desprenderse de sus títulos en el mercado bursátil .

Veremos más tarde cuando estudiemos el desarrollo del año 1932, cual ha sido la importancia y alcance de este proyecto que fué convertido en ley el 22 de Enero de 1932.

Todas estas medidas se explican fácilmente si se considera que en el curso del año 1931 prosigue la liquidación del crédito bancario, que adquiere caracteres extraordinarios en el segundo semestre de 1931, en que los bancos comerciales no solo liquidan sus préstamos, sino que inician también la disposición de sus inversiones.

Los préstamos e inversiones de los bancos miembros de 101 ciudades importantes de E.E.UU. se redujeron durante el año 1931, en 1911 millones de dólares según puede verse en el cuadro N. 32. Esta declinación llega a 4.300 millones para todos los bancos accionistas que añadido a la disminución de 2.200 millones de dólares que acusan los bancos no afiliados al Sistema, llevan la norma total de crédito sufrida por el país a la cifra extraordinaria de 6.500 millones de dólares.

Hemos dicho ya que la Reserva Federal mantuvo una política de crédito fácil hasta el 21 de Setiembre de 1931.

Este crédito fácil se manifestó en reducciones de las tasas de descuento y aceptaciones bancarias y en compras de títulos públicos en el mercado abierto. La tasa de descuento del Banco de Reserva Federal de Nueva York se redujo así al 1 1/2 % y la de aceptaciones al 1 %. Las compras de títulos públicos realizadas en el periodo mayo-setiembre de 1931, aumentaron la cartera de papeles fiscales de 599 millones de dólares en el mes de Mayo a 736 millones de dólares en el mes de Setiembre de 1931.

Crecieron asimismo en dicho lapso los depósitos de los bancos accionistas en la Reserva por arriba de los mínimos legales, y la situación del mercado monetario era de una gran holgu-

ra, a juzgar por los bajísimos tipos de interés vigentes en el mismo.

Pero llega el mes de Setiembre de 1931, y Gran Bretaña abandona el patrón oro. La Reserva Federal sufre entonces los efectos de un intenso estancamiento de circulante en el mercado interno y de fuertes exportaciones de metálico, que ponen a prueba el sistema.

Pero antes de estudiar la forma en que la Reserva satisfizo estas demandas extraordinarias de oro y circulante nos parece muy oportuno recordar rápidamente el desenvolvimiento de la crisis monetaria internacional que trajo la suspensión del patrón oro inglés.-

2.- LA CRISIS MONETARIA INTERNACIONAL Y LA SUSPENSIÓN DEL PATRÓN ORO EN INGLATERRA.

En un artículo escrito en la Universidad de Columbia de Nueva York, el día 10 de Enero de 1932, explicábamos la secuencia de hechos que habrían obligado a suspender la convertibilidad de la libra esterlina. Decíamos en aquel entonces que (1) la crisis monetaria inglesa se inició con la clausura del Kreditanstalt Bank en Mayo de 1931. Esta quiebra a la que no se atribuyó al principio mayor importancia, tuvo un efecto enorme en los hechos posteriores. Comienza con ella la desconfianza internacional de los acreedores de capital a corto plazo que se refleja en el mes de Junio en la situación alemana. En efecto, en este mes se produce una corrida a las reservas metálicas germanas realizada por sus acreedores a corto plazo. Los retiros de los saldos comerciales mantenidos en Alemania se hacen enormes en dicho mes, estímandose el drenaje del capital alemán al extranjero en cerca de doscientos millones de dólares. En el mismo mes de Junio, sufre el Reichsbank una merma de doscientos veinte y siete millones de dólares oro. Esta crisis fué enfrentada a mediados del mes con la propuesta del Presidente Hoover de una moratoria

(1). Véase: APORTACIONES A LA SITUACION MONETARIA INTERNACIONAL Y DE LOS ESTADOS UNIDOS, por Julio Kroide, Buenos Aires, 1932, artículo denominado: la crisis monetaria internacional, n.º. 27 y 28.-

de un año de las deudas inter-gubernamentales y reparaciones almanas.

Explicábaseos enseguida como en el mes de Julio la corrida se divierte de Alemania a Inglaterra y manifestábaseos que en ese mes el Banco de Inglaterra perdió más de 150 millones de dólares. En Agosto la situación inglesa se hace aún más crítica y con el fin de aliviar en cierto modo la situación, el Banco de Inglaterra se obtiene un crédito de doscientos cincuenta millones de dólares facilitado por el Banco de Francia y la Reserva Federal de los EE.UU. Pero esta suma se agota enseguida y al finalizar dicho mes el gobierno británico obtiene un nuevo crédito de cuatrocientos millones de dólares de los bancos franceses y americanos. El alivio resulta sin embargo temporario, dada la intensidad de las extracciones de oro realizadas en Londres. La situación se torna crítica a mediados del mes y el 31 de Septiembre Inglaterra toma la medida extrema de suspender el patrón oro que es seguida al poco tiempo por el abandono de la conversión áurea por parte de Noruega, Suecia, Dinamarca Finlandia y Egipto.

2.-LA CRISIS INGLESA Y SU INCIDENCIA EN LOS EE.UU. COMPORTAMIENTO DE LA RESERVA FEDERAL .

La quiebra del patrón oro en Inglaterra hizo que a fines del mes de Setiembre y durante una buena parte del mes de Octubre la corrida pasara de Gran Bretaña a los EE.UU.

Es este justamente el momento en que los bancos extranjeros, que tenían fondos depositados a corto plazo en la plaza americana, los convierten en oro y exportan su producción. Las exportaciones de metálico se reducen a fines de Octubre y en los primeros días de Noviembre vuelven a reanudarse las importaciones de metal amarillo en los EE.UU. Termina con ello la corrida al Sistema Federal americano, el que puede volver a reducir los tipos de descuento, que había elevado en el momento culminante de las exportaciones áureas.

Pero antes de seguir adelante, nos corresponde explicar brevemente la forma en que la Reserva satisfizo las demandas de oro y circulante.

El aumento del circulante provino de la desconfianza que manifestó el público americano en la solidez de sus bancos y en el mantenimiento del patrón oro por parte de los EE.UU.

Este crecimiento de la moneda en circulación que se venía produciendo desde principios del año 1931, y al que no era ajeno la intensificación de las falencias bancarias se acentuó al decretarse la inconvertibilidad inglesa de suerte tal, que desde el 23 de Setiembre de 1931 hasta el 4 de Noviembre del mismo año, la moneda en circulación se elevó de 5.164 millones de dólares a 5.545 millones de dólares o sea un aumento de 381 millones de dólares.

La Reserva Federal logró satisfacer la demanda de oro para la exportación así como el aumento del circulante gracias a la dilatación observada en sus rubros de redescuentos y aceptaciones bancarias.

Para nuestro análisis basta conocer el movimiento operado desde el 23 de Setiembre hasta el 28 de Octubre de 1931, que es el período en que se hace más intenso el refluje aéreo y la tesaurización de circulante.

En efecto, en este lapso las existencias de metálico se reducen de 4.897 millones de dólares a 4.289 millones de dólares y la moneda en circulación se eleva de 5.164 millones de dólares a 5.545 millones de dólares.

Los bancos de Reserva Federal responden a esta doble presión con los aumentos de los redescuentos que pasan de 310 millones de dólares el 23 de Setiembre de 1931 a 717 millones de dólares el 28 de Octubre del mismo año, y de las aceptaciones bancarias que pasan de 243 millones de dólares a 725 millones de dólares en la fechas recién mencionadas. El total de crédito otorgado por la Reserva se eleva así de 1.315 millones de dólares el 23 de Setiembre a 2.211 millones de dólares el 28 de Octubre de 1931.

El balance semanal de la Reserva muestra un aumento del stock metálico de 4.289 millones de dólares el día 28 de Octubre

N. 33.- LA SITUACION BANCARIA EN LOS ULTIMOS MESES DE 1931.

Fecha	Existencias de Oro.	Moneda en Circulación.	Redescuentos.	Aceptaciones.	Títulos Públicos	Total (*)
(En millones de dólares)						
<u>1931</u>						
<u>Set.</u>						
23	4.897	5.164	310	243	738	1.315
30	4.741	5.246	328	469	742	1.578
<u>Octub.</u>						
7	4.642	5.451	463	581	738	1.839
14	4.424	5.473	628	730	727	2.125
21	4.337	5.505	698	769	727	2.238
28	4.289	5.481	717	725	727	2.211
<u>Nov.</u>						
4	4.312	5.545	705	642	728	2.109
11	4.347	5.519	684	597	727	2.064
18	4.371	5.473	662	534	727	1.972
25	4.408	5.479	686	480	727	1.941
<u>Dic.</u>						
2	4.420	5.511	718	423	717	1.905
9	4.440	5.509	725	389	717	1.880
16	4.458	5.578	698	307	906	1.974
23	4.465	5.733	911	257	758	2.006
30	4.458	5.632	1024	327	803	2.202

(*) Incluido Otros Créditos de la Reserva.

a 4.312 millones de dólares el día 4 de Noviembre. Desde esta fecha hasta el fin del año se producen nuevas importaciones de metálico que hacen llegar el total de tenencias aéreas a 4.458 millones de dólares el día 30 de Diciembre de 1931.

Pasada la perturbación producida por la quiebra del patrón oro inglés, se vuelve paulatinamente a la situación monetaria anterior, hasta que la intensificación de las quiebras bancarias en el mes de diciembre de 1931, obliga a la Reserva a dilatar nuevamente su crédito para hacer frente a la violenta tesaurización de circulante que se produce en esos momentos.

En efecto, entre el 2 y el 30 de Diciembre de 1931, aumenta la moneda en circulación de 5.511 millones de dólares a 5.632 millones de dólares. Los redescuentos crecen asimismo de 718 millones de dólares a 1.024 millones de dólares y la cartera de títulos públicos de 718 millones de dólares a 803 millones de dólares, mientras que las aceptaciones bancarias disminuyen de 423 millones a 327 millones de dólares. El crédito total de la Reserva crece por lo tanto de 1.905 millones de dólares a 2.202 millones de dólares (Véase el cuadro N. 33).

4.- SINTESIS DE LA POLITICA DE CREDITO DE LA RESERVA DURANTE EL AÑO 1931.

Para estudiar el desarrollo de la política de crédito del Sistema durante el año 1931, podemos analizar sus rubros más importantes en los dos períodos en que se ha considerado conveniente dividirlo, a saber, el que va desde Enero hasta Setiembre de 1931 (en que se produce la suspensión del patrón oro inglés) y el que corre desde esta última fecha hasta el mes de Diciembre de 1931.

En el primer período (Enero- Setiembre 1931) el aumento de la moneda en circulación que asciende a 438 millones de dólares, logra ser compensada por el crecimiento de las existencias metálicas que llega a 326 millones de dólares. De ahí que en este primer período de crédito fácil, los depósitos de los bancos accionistas en el Sistema se reducen apenas en 100 millones de dólares, y el crédito otorgado por la Reserva Fe-

N. 34.0 LA SITUACION BANCARIA EN 1931

Fecha	Existencias de Oro	Monedas en Circulación	Crédito otorgado por la Reserva:				Depósitos Bancacionistas en Reserva.
			Redescuentos	Aceptaciones	Títulos Públicos	Total (1)	
(EN M I L L O N E S D E D O L A R E S)							
<u>1931</u>							
Enero	4.622	4.695	253	206	647	1.129	2.433
Febrero	4.656	4.598	216	102	603	936	2.370
Marzo	4.682	4.590	176	123	604	921	2.386
Abril	4.711	4.647	155	173	600	952	2.376
Mayo	4.767	4.679	163	144	599	926	2.387
Junio	4.865	4.750	188	121	610	945	2.404
Julio	4.958	4.836	169	79	674	954	2.407
Agosto	4.975	4.947	22 2	135	712	1.107	2.345
Setiemb.	4.948	5.133	2 80	259	736	1.313	2.333
Octubre	4.447	5.478	613	692	733	2.088	2.256
Noviemb.	4.363	5.518	695	560	727	2.035	2.118
Diciemb.	4.450	5.611	774	340	777	1.950	2.069

(1). Incluidos Otros Créditos.®

deral aumenta en 104 millones de dólares.

El segundo período (Setiembre a Diciembre de 1931), involucra no solo las perturbaciones producidas por la inconvertibilidad de la libra esterlina, sino también las dificultades internas del mes de Diciembre que traen un aumento del atesoramiento como consecuencia del recrudecimiento de las quiebras bancarias. Se explica así como el fuerte aumento de la moneda en circulación que llega a 478 millones de dólares, se suma la reducción del stock metálico que alcanza a 498 millones de dólares, todo lo cual produce una suma de 264 millones de dólares en los depósitos que mantienen los bancos accionistas en la Reserva, y un aumento del crédito concedido por la Reserva que llega a 637 millones de dólares.

El movimiento dispar que ocurre en estos rubros fundamentales del balance del Reserva Federal, durante los dos períodos que acabamos de considerar, se aplica claramente como en el curso del año 1931, el crédito otorgado por el Sistema se eleva en 821 millones de dólares, no obstante una reducción de 364 millones de dólares en los depósitos de los bancos accionistas en la Reserva que ocurre debido al extraordinario aumento de 916 millones de dólares en el circulante y a la reducción de 178 millones de dólares en las existencias de oro, según puede comprobarse en el cuadro N. 27 34.

Las tasas monetarias que habían alcanzado una tendencia descendente hasta el día 21 de Setiembre de 1931, en que el tipo de descuento del Banco de Reserva Federal de Nueva York era del 1 1/2 suben precipitadamente en las semanas siguientes, cuando se realizan fuertes exportaciones de metálico. La tasa de interés del Banco Central neoperuano se eleva así del 1 1/2 % el 2 1/2 % el 9 de Octubre y el 3 1/2 % el día 16 de Octubre. Más tarde, cuando el reflujo cúbico se interrumpe y la tesorerización declina, vuelven a reunirse las tasas monetarias de la que es un primer indicio la caída del tipo de compra de los aceptaciones bancarias que ocurre el 20 de Noviembre de 1931.

5.-LOS MOVIMIENTOS DE METALICO

Para terminar el comentario del año 1931 nos correspondo referirnos someramente a las oscilaciones ocurridas en el stock metálico de los EE.UU.

Dicho año se caracteriza por un intenso movimiento de metálico. En el primer semestre prosiguieron las importaciones provenientes de los países agropecuarios, que debido a la caída de los precios y a la imposibilidad de contratar nuevos empréstitos externos, estaban obligados a pagar los saldos pasivos de sus balances de pagos con remesas en metálico. En el tercer trimestre las importaciones de oro afluyeron casi totalmente de Alemania, que sufría en ese entonces los efectos de enormes retiros de fondos a corto plazo, producidos por la desconfianza emanada del colapso bancario austriaco.

La suspensión del patrón oro en Inglaterra el día 21 de Setiembre de 1931, modificó las corrientes del metálico. En efecto, los bancos e instituciones que tenían depositados fondos a corto plazo en los EE.UU. optaron por convertirlos en metálico y repatriarlos ante el temor que dicho país abandonara el patrón oro.

Y llegamos así al último bimestre de 1931, en que vuelve a modificarse el movimiento del oro al reanudarse las importaciones del Canadá, Centro y Sud America y países orientales.

Para sintetizar diremos que durante el año 1931, los EE.UU. sufrieron una merma de 172 millones de dólares en sus existencias metálicas.

XVII.- LA INTERPRETACION OFICIAL DE LA POLITICA DEL SISTEMA DURANTE EL BIENIO 1930 -- 31.

La política de crédito fácil del bienio 1930-31 interrumpida transitoriamente en el último trimestre de 1931, a causa del colapso monetario inglés, no ha sido objeto de mayores explicaciones por parte de los funcionarios oficiales del Sistema.

En Tanto/la Memoria del año 1930, como en la del año 1931, el Consejo de Reserva Federal, se circunscribe a mencionar la evolución de los hechos bancarios y a explicar el proceso dinámico del

Sistema , que permitió la implantación del dinero barato en ese período. (1)

Se analizan así el curso seguido por el crédito del Sistema , la evolución de las tasas monetarias , el movimiento de metálico y circulante y el desenvolvimiento del crédito otorgado por los bancos comerciales del país , que ya hemos estudiado al referirnos al desarrollo de dichos años, para el que nos ha servido de inmejorable ayuda los datos elaborados por la Oficina de Estadística e Investigaciones Económicas del Consejo de la Reserva Federal de Washington.

Por su interés especial debemos mencionar aquí el análisis que hace la Memoria del año 1931 sobre las nuevas relaciones que tuvo que establecer la Reserva Federal con los bancos centrales extranjeros a raíz de la crisis monetaria internacional.

1.- LOS CRÉDITOS OTORGADOS POR LA RESERVA A LOS BANCOS CENTRALES EXTRANJEROS

Manifiesta a este respecto la Memoria Oficial, que en distintas ocasiones el Banco de Reserva Federal de Nueva York , concertó con la aprobación del Consejo de Reserva Federal diversos acuerdos con los bancos centrales del exterior , que consistían en la compra de letras comerciales de primera clase que llevaran la garantía de su cancelación en oro, por sumas establecidas con anticipación. Estos acuerdos fueron hechos el día 30 de Mayo con el Banco Nacional Austríaco, el día 19 de Junio y 8 de Julio con el Banco Nacional de Hungría, el día 26 de Junio con el Reichsbank y el día 1 de Agosto con el Banco de Inglaterra. (2)

Buena parte de estos acuerdos se realizaron bajo el auspicio conjunto del Banco Internacional de Ajustes y otros bancos centrales europeos.

De los diversos créditos otorgados por el Sistema , los

-
- (1). Véase a este respecto : SEVENTEENTH ANNUAL REPORT OF THE FEDERAL RESERVE BOARD, covering operations for the year 1930, Washington 1931, paginas 1 a 11.
Véase asimismo: EIGHTEENTH ANNUAL REPORT OF THE FEDERAL RESERVE BOARD, covering operations for the year 1931, Washington 1932, paginas 1 a 13.
- (2). Véase Eighteenth annual report, for the year 1931, p. g. 12 y 13

más importantes fueron los del Reichsbank y los del Banco de Inglaterra.

El crédito del Reichsbank que era por un valor de 100 millones de dólares y que había sido otorgado por el Banco Internacional de Ajustes, el Banco de Inglaterra y el Banco de Francia tenía una participación de los bancos de Reserva Federal por valor de 25 millones de dólares, que fué renovado en diversas oportunidades en el año 1931.

El crédito del Banco de Inglaterra que ascendía primitivamente a 250 millones de dólares, de los que correspondía 125 millones de dólares a los bancos de Reserva Federal y el resto al Banco de Francia, sufrió una renovación de 150 millones de dólares el día 31 de Octubre, participando en ella los bancos de Reserva con 75 millones de dólares.

XVIII.- AÑO 1932

1.- RESERVA GENERAL DEL AÑO 1932.

Durante el año 1932 subsisten las dificultades bancarias que ya se habían acentuado en el mes de Diciembre de 1931. Es así como prosigue la liquidación del crédito bancario y aumentan las quiebras de los establecimientos de crédito, que junto con la desmejora notoria de los principales índices de la actividad comercial, crean un hondo pesimismo en los círculos económicos.

El análisis del año 1932 puede dividirse en dos períodos perfectamente definidos, a saber, el de Enero a Julio y el de Julio a Diciembre. (1) En el lapso Enero-Julio, se producen fuertes exportaciones de metálico que provienen de la repatriación de los fondos a corto plazo depositados por los bancos extranjeros en E. U. El malestar bancario se refleja en el recrudecimiento de las quiebras que estimulan el atesoramiento de circulante. Persiste la

(1). Esta división corresponde a la Memoria Oficial del Sistema. Véase a este respecto: NINETEENTH ANNUAL REPORT OF THE FEDERAL RESERVE BOARD, covering operations for the year 1932, pag. 1 y siguientes.

N. 35 .- EL ESTADO BANCARIO - ECONOMICO EN 1932

Fecha	Cuentas bancarias	Indices de:		Existencia de Oro.	Moneda en Circulación.	Préstamos e Inversiones de Bancos miembros	Credito otorgado por la Reserva:			Depósitos de Bancos accionistas en la Reserva.	
		Precios mayoristas	Precios bursátiles (acciones)				Títulos Públicos	Redes-cuentos.	Aceptaciones		Total (*)
1932	(Número)	(Base: 1926=100)		(En millones de dólares)							
Enero	342	67,3	58,0	4.452	5.645	20.178	759	828	221	1.864	1.979
Febrero	121	66,3	56,5	4.384	5.627	19.775	743	848	151	1.785	1.907
Marzo	46	66,0	56,8	4.972	5.531	19.434	809	714	105	1.652	1.899
Abril	74	65,5	43,9	4.381	5.452	19.096	1.014	605	52	1.694	1.996
Mayo	82	64,4	39,8	4.273	5.456	19.112	1.413	486	41	1.959	2.138
Junio	151	63,9	34,0	3.956	5.530	18.877	1.697	495	50	2.262	2.062
Julio	132	64,5	35,9	3.941	5.751	18.419	1.818	523	60	2.422	2.003
Agosto	85	65,2	53,3	4.030	5.719	18.587	1.850	451	37	2.353	2.073
Septiembre	67	65,3	58,2	4.140	5.685	18.739	1.848	387	34	2.282	2.181
Octubre	102	64,4	49,9	4.226	5.643	19.026	1.851	328	34	2.231	2.307
Noviembre	93	63,9	47,5	4.292	5.443	18.987	1.851	313	34	2.211	2.378
Diciembre	161	62,6	47,4	4.429	5.699	18.840	1.854	282	34	2.192	2.435

*) Incluidos Otros Créditos.

intensa liquidación del crédito bancario que trae nuevas reducciones de los precios bursátiles y prosigue la declinación de los precios mayoristas. Con el fin de dar término a esta liquidación persistente, se crea en el mes de Febrero de 1932 la Corporación de Reconstrucción Financiera.

Las continuas exportaciones de metálico y la fuerte tesaurización del circulante en el mercado interno, crean dificultades a la Reserva Federal que no puede continuar sus compras de títulos públicos en el mercado abierto, al reducirse sus disponibilidades de oro libre.

Como la crisis económica no tenía miras de terminar y como era menester que la Reserva Federal continuara su política de crédito fácil, que exigía en esos momentos un programa de fuertes adquisiciones de papel fiscal en el mercado abierto, se dictó la LEY GLASS -STAGALL que autorizó por primera vez en la historia del Sistema, que los títulos públicos sirvieran de respaldo a los billetes de la Reserva Federal. (1)

Esta ley hizo posible que los bancos de Reserva emprendieran una de las campañas de mercado abierto más intensas que se recuerdan en los EE.UU. no solo por la cantidad sino también por la rapidez con que se efectuaron las compras de títulos públicos.

Estas adquisiciones de mercado abierto, permitieron a los bancos accionistas, no solo satisfacer comodamente las demandas de oro para la exportación y de circulante para el uso interno, sino también hicieron posible la reducción de la deuda en la Reserva Federal. De este modo, el Sistema logró mantener una situación de crédito fácil en el mercado, no obstante la fuerte presión interna (tesaurización) y externa (exportaciones aéreas), que pugnaron por crear una tensión monetaria que no logró materializarse a causa de las compras reiteradas de títulos públicos por la Reserva Federal.

(1). Las modificaciones producidas en la cartera de los bancos comerciales influenciaron asimismo esta decisión, según puede comprobarse en el estudio realizado en el capítulo primero de este trabajo (páginas 21 a 33) y capítulo tercero (páginas 68 a 71).

Si el primer período (Enero - Julio) se caracteriza por la intervención activa de la Reserva en el mercado con las compras de títulos públicos que mantienen la holgura monetaria y permiten la reducción de la deuda de los bancos accionistas en el organismo central, pese a las exportaciones aéreas y la tesaurización interna, el segundo período que va desde Julio hasta Diciembre, es digno de análisis por el cambio que ocurre en el movimiento del oro, al interrumpirse el éxodo de metal amarillo e iniciarse el aflujo de metálico. (Véase Cuadro N. 35).

El hecho que la banca pase por momentos menos dificultosos que disminuyan las quiebras bancarias, y que se reanuden las importaciones de oro, explican en cierto modo que la Reserva Federal adopte en esos momentos una actitud pasiva, y mantenga sin modificaciones su cartera de títulos públicos, ya que esos factores favorables tienden por sí solos a ampliar las disponibilidades de los bancos accionistas que se depositan en el Sistema. El crédito fácil se refleja por otra parte en la reducción de las tasas monetarias que llegan a fin de año a niveles sumamente bajos.

En las postrimerías del año 1932, vuelve a agravarse la situación al reproducirse el fenómeno de las quiebras bancarias y del atesoramiento del circulante, que al adquirir caracteres insituados en los primeros meses del año siguiente, iba a precipitar las moratorias bancarias estatales y el cierre nacional ulterior de todos los bancos americanos, decretado en los momentos angustiosos del mes de Marzo de 1933.

Tratemos pues de ver el desarrollo de los acontecimientos y el papel desempeñado por los bancos de la Reserva Federal.

Ya nos hemos referido repetidas veces a la intensa liquidación que se venía operando en los préstamos de los bancos comerciales desde el pánico bursátil del año 1929. Las continuas falencias bancarias no habían hecho otra cosa que estimular esta liquidación que afectaba a los propios bancos que al querer colocarse en una posición más líquida mediante la enajenación de sus

inversiones, tendían a disminuir aún mas el valor de sus carteras ya fuertemente menguadas por la caída extraordinaria de los valores bursátiles.

2.-LA CREACION DE LA CORPORACION DE RECONSTRUCCION FINANCIERA

Para evitar que esta liquidación siguiera en forma acelerada con el consiguiente aumento de las quiebras bancarias y la tesaurización del circulante se creó a fines de Octubre de 1931, y a propuesta del Presidente Hoover, una Corporación Nacional de Crédito, que formada con el aporte de instituciones bancarias privadas, tenía por objeto ayudar a los bancos que se encontraban en una situación difícil mediante la concesión de préstamos liberales basados en sus activos más o menos congelados.

Pero esta Corporación no dió mayores resultados obligando al Presidente Hoover a presentar en las primeras sesiones del año parlamentario 1931-32, un proyecto creando la Corporación Nacional de Reconstrucción Financiera.

No entraremos aquí a detallar el trámite seguido por este proyecto que ya hemos hecho en otra oportunidad. (1)

Solo diremos que la Corporación de Reconstrucción Financiera fué creada el día 22 de Enero de 1932 y que desde ese momento empezó a desempeñar un papel decisivo en la estructura bancaria americana.

La Corporación de Reconstrucción Financiera empezó a funcionar con un capital de 500 millones de dólares suscriptos por la Tesorería Americana. Podía además aumentar sus fondos hasta 1.500 millones de dólares, mediante la emisión de sus propios debentures, que elevaban en esa forma sus recursos a la suma de 2.000 millones de dólares.

La ley de Ayuda de Emergencia y Construcciones (Emergency Relief and Construction Act) del 21 de Julio de 1932, amplió el poder de prestación de la Corporación de Reconstrucción Financiera

(1). Véase nuestros artículos denominados :El Presidente Hoover y los Bancos de Reserva Federal y el Senado Americano y la Reserva Federal en ACOTACIONES A LA SITUACION MONETARIA INTERNACIONAL Y DE LOS ESTADOS UNIDOS, por Julio Broide, Buenos Aires, 1932.

Rubros	1932				1933			1934	
	Febrer	Junio	Diciemb.	Marz.(')	Junio	Dic.	Junio	Diciemb. (p)	
PRESTAMOS EN VIGOR :	(En miles de dólares).								
a Bancos y "trust companies".....	39.527	424.896	594.633	691.386	673.823	718.921	598.907	632.209.	
A asociaciones de Construcciones y Préstamos.....	-----	41.044	84.247	86.474	81.890	67.051	40.442	20.082	
A Compañías de Seguros.....	-----	45.440	62.449	72.260	70.099	62.160	34.748	24.829	
A compañías de Préstamos Hipotecarios.....	-----	66.036	77.080	113.353	155.508	176.529	192.150	160.591	
A Bancos Federales Fundiarios.....	-----	-----	18.500	18.800	21.800	142.118	193.618	78.647	
A Bancos Fundiarios por Acciones.....	-----	840	2.465	5.243	7.749	14.191	9.308	6.495	
A Corporaciones de Crédito Agr. Regional.....	-----	-----	5.371	55.380	106.536	30.628	7.199	-----	
A Ferrocarriles.....	31.322	139.487	272.422	310.920	354.059	337.080	353.385	376.555	
Para Construcciones s/sec.201 de la ley.....	-----	-----	15.737	20.684	30.134	63.451	93.009	122.743	
Para financiar export. de sobrantes agric.....	-----	-----	-----	-----	-----	6.909	13.948	15.176	
Para la financiación de productos agricól.....	-----	-----	1.325	-----	-----	68.110	4.114	4.258	
Para la Corp. de Crédito de Productos....	-----	-----	-----	-----	-----	-----	20 2.559	33.362	
Sobre Acciones Bancarias preferidas.....	-----	-----	-----	250	12.180	14.290	21.353	19.124	
Sobre Acciones Preferidas de Cias. Seguros.....	-----	-----	-----	-----	-----	4.025	15.875	30.033	
Para la irrigación y drenaje.....	-----	-----	-----	-----	-----	2.412	4.636	12.298	
Otros Préstamos	-----	6.380	90.520	210.337	307.838	10.719	6.433	11.325	
COMPRAS DE :									
Acciones bancarias preferidas.....	-----	-----	-----	12.500	31.083	132.911	498.106	585.858	
Debentures bancarios.....	-----	-----	-----	-----	200	116.990	295.248	260.102	
Acciones preferidas de Cias. de Seguros..	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	100	
TOTAL DE PRESTAMOS Y ADQUISICIONES ENVIGOR:	70.849	724.123	1224.799	1597.587	1852.899	1968.497	2585.038	2393.787	

('). Iniciación de La Presidencia Roosevelt. Todas las cifras del cuadro son de fin de mes.

(p). Cifras provisionales.

("). Incluye 443.343.000 dólares de préstamos para su distribución a los depositantes de bancos clausurados.

de 1.500 millones de dólares a 3.300 millones de dólares. No se utilizó la autorización de vender al público los debentures emitidos por la Corporación, al ser éstos absorbidos en forma directa por la Tesorería ^{que}, de este modo adelantó todas las sumas requeridas por dicho organismo .

La ley primitiva autorizó a la Corporación a conceder préstamos a los bancos, compañías de seguros, ciertas instituciones de crédito agrícola y otras entidades financieras , así como a los ferrocarriles. Posteriormente, se extendió esta autorización a los préstamos destinados a aliviar la desocupación en los distintos estados de la Unión Americana.

Con la concesión de esta diversidad de préstamos se trataba de mejorar la situación afligente porque pasaban muchas instituciones financieras de los EE.UU. que habían visto reducir en forma extraordinaria el valor de sus inversiones, a raíz de la caída inusitada de los precios bursátiles.

En el cuadro N. 36 puede verse la clasificación de los préstamos de la Corporación desde la fundación de esta entidad hasta fines de Diciembre de 1934.

3.- LA SANCION DE LA LEY GLASS-STEAGALL . IMPORTANCIA Y ALCANCE DE SUS DISPOSICIONES.

A la ley que creaba la Corporación de Reconstrucción Financiera, se sucedió bien pronto otra que ampliaba las bases de redescuento del Sistema, y creaba nuevas normas para la cobertura de los billetes de la Reserva Federal.

Esta ley conocida bajo el nombre de Ley Glass- Steagall y que fué sancionada el 27 de Febrero de 1932, hizo posible que la Reserva Federal prosiguiera su política de crédito fácil iniciada en Octubre de 1929, e interrumpida transitoriamente en el último trimestre de 1931.

El Presidente Hoover consideraba fundamental el mantenimiento de esta política para poder combatir con éxito la crisis económica.

Ya se sabía desde principios del año 1932 que los bancos extranjeros seguirían repatriando sus fondos a corto plazo depositados en la plaza neoyorquina, los que convertidos en oro, darían lugar a fuertes exportaciones de metal amarillo. Se sabía asimismo que no bastaba con la intervención de la Corporación de Reconstrucción Financiera para mantener una situación hálgeda en el mercado monetario. No era suficiente que en momentos de apremio, los bancos débiles pudieran hacerse de fondos recurriendo a la Reserva Federal, si poseían papel elegible o a la Corporación de Reconstrucción Financiera si carecían de él.

El mantenimiento de una política liberal de crédito exigía además que las continuas exportaciones de metálico y el posible aumento de la tesorización del circulante, no trajera un aumento de la deuda de los bancos accionistas en el Sistema, que produciría una elevación de los tipos de interés con la consiguiente tensión monetaria en el mercado.

Para evitar un desarrollo de esta naturaleza era necesario que la Reserva Federal emprendiera una enérgica campaña de compra de títulos públicos en el mercado abierto que no se viera interrumpida en forma alguna por el movimiento adverso del oro.

A ello justamente tendió la ley Glass-Steagall que no solo modificó las condiciones de la cobertura del billete de la Reserva Federal, sino que disminuyó las exigencias establecidas en materia de redescuento.

Esta ley permitió que la Reserva Federal iniciara sin temor alguno una intensa campaña de adquisiciones de títulos públicos en el mercado abierto.

Las partes primera y segunda de la ley que se refieren a las operaciones de redescuento autorizan a los Bancos de Reserva a prestar a los bancos accionistas sobre documentos que hasta la sanción de la ley eran rechazados por no reunir las condiciones del papel elegible. Se dispone además que en circunstancias extraordinarias los bancos miembros puedan obtener fondos de la Reserva Federal, cuando carezcan de papel elegible; fondos que serán facilitados bajo ciertas condiciones y garantías que establecerían los Bancos de Reserva.

Establece además la ley Glass- Steagall en una disposición que tiene carácter permanente que cualquier banco de Reserva Federal puede hacer adelantos sobre documentos que juzgue satisfactorios, a un grupo de bancos miembros que distribuyan las sumas adelantadas a cualquier institución que se encuentre incluida en el grupo y que necesite ser ayudada. Se autoriza asimismo a los Bancos de Reserva Federal a hacer adelantos individuales de emergencia a los bancos afiliados sobre papel que no es elegible, siempre que dichos bancos tengan un capital no mayor de cinco millones de dólares.

Esta limitación del capital fué eliminada en una ley posterior del 9 de Marzo de 1933. Los adelantos autorizados por la ley Glass- Steagall deberán hacerse con el consentimiento de cinco miembros del Consejo de Reserva Federal y los papeles que provengan de dichos adelantos no podrán utilizarse como garantía de los billetes de la Reserva Federal.

Una ley posterior de "Ayuda de Emergencia y Construcción" (Emergency Relief and Construction Act), sancionada el 21 de Julio de 1932, y que ya hemos tenido ocasión de mencionar, autorizó al Consejo de Reserva Federal para que en circunstancias extraordinarias y mediante el voto afirmativo de por lo menos cinco de sus miembros, permitiera a los Bancos de Reserva Federal a conceder descuentos a cualquier individuo, o corporación que no pudiera conseguir crédito de cualquier otra institución bancaria, aceptando para ello los pagarés o letras de cambio de la clase y naturaleza que se consideraran elegibles para el descuento por los bancos miembros, cuando dichos papeles tuvieran los endosos y garantías exigidos por los Bancos de Reserva. Esta medida es de carácter excepcional y ha sido muy poco utilizada durante el año 1932. Lo mismo ha acontecido con las otras facultades a que se acaba de hacer mención en párrafos anteriores.

No sucedió lo mismo con la última parte de la ley que fija la cobertura del billete de la Reserva Federal, cuando dispone que por un periodo de un año (que luego ha sido prorrogado) el Consejo de Reserva Federal estará autorizado a usar las obliga-

ciones del gobierno de los EE.UU. como una base para la emisión de ~~papel~~ moneda. Los billetes de la Reserva Federal emitidos bajo esta autorización deberán estar protegidos con una reserva de oro del 40 %.

El Consejo de Reserva Federal ha explicado en la Memoria del año 1932 los alcances de este artículo de la ley Glass-Steagall. (1).

Según el organismo oficial, la ley de Reserva Federal exige a los bancos del Sistema, a mantener una garantía metálica del 40 % para los billetes de la Reserva Federal en circulación, la que no ha sido cambiada por la ley Glass-Steagall. Las modificaciones de esta ley se refieren solamente al respaldo de los billetes de la Reserva que deben mantener los bancos de Reserva con el Agente de Reserva Federal, que como se sabe es el representante oficial del Consejo en dichos bancos.

Los bancos de Reserva deben mantener en todo momento con el Agente de Reserva Federal una cobertura equivalente al monto total de los billetes en circulación. Antes de la sanción de la ley Glass-Steagall, esta garantía estaba formada por oro y papel elegible. El papel elegible estaba constituido por papel comercial, agrícola o industrial, por papel garantizado con obligaciones del gobierno de los EE.UU. que había sido ya redescontado por los bancos miembros en los Bancos de Reserva; por pagarés de los bancos miembros con garantía de papel elegible u obligaciones ~~del~~ del gobierno de los EE.UU. y por aceptaciones bancarias adquiridas por los Bancos de Reserva Federal.

Por la ley Glass-Steagall las obligaciones del gobierno de los EE.UU. que habían sido adquiridas por la Reserva Federal en operaciones de mercado abierto, se consideraron aptas para servir de garantía a los billetes de la Reserva.

Esta explicación oficial del carácter de la ley Glass-Steagall, vino a confirmar lo que sosteníamos en 1932 desde los EE.UU. cuando la analizábamos en su aspecto legal y explicábamos la trascendencia que tendría en el desenvolvimiento de la política

de crédito de la Reserva Federal.

Consideramos muy oportuno transcribir lo que habíamos escrito en esa oportunidad sobre la dinámica de dicha ley. Decíamos en esas circunstancias que (1) bajo el funcionamiento de la ley Glass-Steagall el "oro libre" del Sistema, o sea el exceso de oro que posee la Reserva una vez satisfechos los límites legales, subiría de 471 millones de dólares a 1.174 millones de dólares, o sea un aumento de 703 millones de dólares. En efecto, de acuerdo a las disposiciones que regían antes de la sanción de la Ley Glass-Steagall todo billete de la Reserva debía estar respaldado en un 100 % distribuido así: un mínimo legal del 40 % en oro y el 60 % restante en papel elegible, que estaba formado del papel redescontado en el Sistema así como de las aceptaciones que ésta hubiera comprado en el mercado abierto.

Para computar el oro libre tomábamos el estado de la Reserva correspondiente al 10 de Febrero de 1932, y teníamos que el total de billetes entregados por los agentes de la Reserva a los bancos de Reserva Federal ascendía a 2.925 millones de dólares. Sobre esa suma debía mantenerse una garantía equivalente en oro y papel comercial. Como el total de papel "elegible" mantenido por el Sistema que podía servir de respaldo a la circulación ascendía a la suma de 989 millones de dólares, que representaban el 34 % de los billetes, es evidente que la diferencia a saber, 1.936 millones de dólares debía estar garantizado por oro., lo que representaba el 66 % de la circulación. Además la ley exigía el mantenimiento de un fondo de rescate del 5% en el Departamento del Tesoro de los EE.UU. sobre la porción de los billetes no garantizados por oro, o sea un 5 % sobre 989 millones de dólares, lo que equivalía a 49 millones de dólares.

A esto había que agregar el mantenimiento de una garantía metálica del 35 % sobre el total de depósitos del Sistema, que ascendía a 2.021 millones de dólares y que representaba 707 millones de dólares.

(1). Véase: Acotaciones a la situación monetaria internacional y de los EE.UU. por Julio Broide. Buenos Aires, 1932, Artículo denominado, : Las perspectivas de inflación en los Estados Unidos, paginas 47 a 49.

Si se excluía de este guarismo las reservas mantenidas por el Sistema, que no constituyen oro, como los certificados de plata y los green-backs, que ascendían a 196 millones de dólares, se tenía un total de reservas metálicas exigidas por la ley como cobertura de los depósitos de 511 millones de dólares.

El total de oro requerido para respaldo de los billetes llegaba a 1.985 millones de dólares (formado por la suma de 1936 millones más 49 millones de dólares) que sumado a los 511 millones exigidos como garantía de los depósitos, daba un total de 2.496 millones de dólares, que era el oro que legalmente debía mantenerse según las disposiciones anteriores a la sanción de la ley Glass-Steagall.

Como al 10 de Febrero de 1932, el Sistema poseía un total de Reservas aéreas de 2.967 millones de dólares, la diferencia entre esta cifra y la de 2.496 millones de dólares, constituía el monto del "oro libre" que podía ser utilizado por el Sistema, ya sea para exportaciones de oro, o para una expansión del circulante, sin necesidad de afectar con ello los límites legales.

He aquí las cifras correspondientes:

	(en millones de dolares)	
Billetes emitidos por la Reserva	2.925	(a)
Papel elegible en poder del Sistema	<u>989</u>	(b)
Oro exigido como garantía de los billetes		
(a) — (b)	1.936	
5 % requerido como fondo de rescate de (b) ..	<u>49</u>	
total de oro exigido en garantía de los billetes.....	<u>1.985</u>	(c)
Depósitos totales.....	2.021	
35 % de estos depósitos.....	707	
Menos las reservas no metálicas... ..	<u>196</u>	
Total de oro requerido en garantía de los depósitos.....	511	(d)
Total de oro mantenido por la Reserva.....	2.967	
Total de oro exigido de acuerdo a la ley		
(c) más (d).....	<u>2.496</u>	
ORO LIBRE.....	<u>471</u>	

Explicábamos enseguida como las nuevas disposiciones de la ley Glasse Steagall ampliaban esta cantidad de oro libre, al incluir entre los papeles elegibles que servían de garantía a los billetes, a los títulos del gobierno estadounidense, que sumaban en ese entonces, --10 de Febrero de 1932--- 741 millones de dólares, cifra que representaba la cartera de títulos públicos adquiridos por el Sistema durante sus diversas campañas de mercado abier-

**37.- GARANTIA MANTENIDA POR EL AGENTE DE LA RESERVA FEDERAL SOBRE
LOS BILLETES EMITIDOS A LOS BANCOS DE RESERVA .**

Cifras de Fin de mes:	En Oro	En papel elegible	En títulos del gobier- no.	Total
(En millones de dólares.)				
<u>1932</u>				
Enero.....				
Febrero.....	2.037	921	.....	2.958
Marzo.....	2.159	661	.....	2.850
Abril.....	2.270	540	.....	2.810
Mayo.....	2.114	469	196	2.779
Junio.....	1.919	489	607	3.015
Julio.....	1.959	509	624	3.092
Agosto.....	2.082	417	578	3.077
Setiembre...	2.167	324	504	2.995
Octubre.....	2.204	306	451	2.961
Noviembre...	2.243	294	414	2.951
Diciembre...	2.335	252	429	3.016
<u>1933</u>				
Enero.....	2.391	249	325	2.965
Febrero.....	2.368	435	474	3.277
Marzo.....	2.530	716	869	4.115
Abril.....	2.671	418	651	3.740
Mayo.....	2.814	190	481	3.485
Junio.....	2.809	116	441	3.366
Julio.....	2.737	98	489	3.324
Agosto.....	2.779	98	438	3.315
Setiembre...	2.713	94	525	3.322
Octubre.....	2.675	72	556	3.303
Noviembre...	2.618	96	598	3.312
Diciembre...	2.595	177	639	3.411
<u>1934</u>				
Enero.....	2.516 (')	159	570	3.245
Febrero.....	2.765	95	413	3.273
Marzo.....	2.875	54	352	3.281
Abril.....	2.989	25	331	3.346
Mayo.....	3.005	19	364	3.388
Junio.....	3.074	16	292	3.381
Julio.....	3.119	11	293	3.423
Agosto.....	3.131	10	296	3.437
Setiembre...	3.176	11	299	3.485
Octubre.....	3.224	9	278	3.511
Noviembre...	3.243	10	259	3.512
Diciembre...	3.350	8	238	3.596

('). Desde esta fecha son certificados de oro.

Esta inclusión de los 741 millones de dólares, en la cobertura de los billetes de la Reserva Federal permitía obtener una reducción de 703 millones de dólares en la garantía metálica, que se traducía en un aumento correspondiente del "oro libre" que ascendería entonces a la suma de 1.174 millones de dólares (471 millones de oro libre más los 703 millones del oro que se agregaría por la substitución de los papeles fiscales por oro en la cobertura del billete.-

Esta suma de 1.174 millones de dólares, permitiría entonces que el Sistema pudiera hacer frente a las exportaciones de metálico, y asimismo realizar compras intensas de títulos públicos sin sufrir tropiezos legales que se hubieran producido a no mediar la sanción de la Ley Glass- Steagall.

El oro libre según la Ley Glass- Steagall era entonces:

Billetes emitidos por la Reserva.....	2.925	(a).
<u>PAPEL ELEGIBLE</u>		
Documentos descontados y aceptaciones adquiridas en el mercado abierto.....	989	
Cartera de títulos públicos en poder del Sistema.....	<u>741</u>	1.730 (b)
Oro exigido como garantía de los billetes 5 % requerido como Fondo de rescate s/(b)	<u>1.195</u> 87	
Total de oro exigido en garantía de los billetes.....	<u>1.282</u>	(c)
Total de oro requerido en garantía de los depósitos.....	<u>511</u>	(d)
Total de oro mantenido por la Reserva....	<u>2.967</u>	
Total de oro exigido (c) más (d).....	<u>1.793</u>	
<u>Oro libre.....</u>	<u>1.174</u>	

4.- LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

Hemos dicho ya anteriormente que gracias a la sanción de la ley Glass- Steagall , la Reserva Federal pudo emprender una enérgica campaña de mercado abierto . El 11 de Mayo de 1932, la Reserva Federal utilizó por primera vez la autorización conferida por dicha ley, llevando 97 millones de títulos públicos en garantía de los billetes de la Reserva. A medida que se intensificaban las compras en el mercado abierto, la Reserva iba aumentando la cobertura en títulos públicos, que llegó en dicho año a un máximo de 682 millones de dólares el día 6 de Julio. Véase el cuadro n. 37 con las cifras correspondientes a los años 1932, 1933 y 1934.

Las adquisiciones de papeles fiscales que realizó el Sistema, si bien permitieron la reducción de las tasas de interés, no lograron que los bancos comerciales modificaran la tendencia declinante de sus préstamos e inversiones.

Los profesores Marcus Nadler y Jules I. Bogen de la Universidad de Nueva York, explican en un libro reciente (1) dichas operaciones de mercado abierto y dicen que tan pronto como se obtuvo la sanción de la Ley Glass- Steagall, la Reserva Federal emprendió la compra de títulos públicos en una escala hasta entonces desconocida por cualquier banco central del mundo. Las existencias de papel gubernamental crecieron así de 741 millones de dólares a el 24 de Febrero de 1932 a 1.801 millones de dólares a fines de Junio, o sea un aumento de 1.060 millones de dólares en un solo cuatrimestre. En el mismo lapso, los descuentos de la Reserva Federal disminuían de 835 millones de dólares a 470 millones de dólares y los depósitos de los bancos accionistas en el Sistema aumentaban de 1.878 millones de dólares a 2.034 millones de dólares o sea un aumento de 156 millones de dólares.

Dicen los profesores Nadler y Bogen , que al realizar la Reserva compras de títulos públicos en una cantidad superior a la exigida por el reflujo aéreo, y la tesaurización de circulante, lo hacía en la presunción que el aumento de los depósitos de los bancos accionistas en el Sistema, y la consiguiente disminución de los tipos de interés induciría a los bancos comerciales a conceder préstamos con mayor liberalidad al comercio y a la industria. Se trataba con ello de aumentar el volumen de crédito en circulación e impedir que continuara el proceso de liquidación de los títulos y demás valores económicos.

Sostienen dichos profesores neoyorquinos que al hacer esos cálculos , la Reserva olvidaba la actitud que asumirían los bancos que , conociendo la ~~max~~ nerviosidad manifestada por los deposti-

(1). Véase : THE BANKING CRISIS , The end of an epoch, by Marcus Nadler, and Jules Bogen, London, 1934, Capítulo VI, páginas 117 a 121.-

sitantes y el peligro de nuevas quiebras bancarias, iban a mantener una extraordinaria liquidez en sus colocaciones. Según Nadler y Bogen, las operaciones de mercado abierto del año 1932, trajeron solamente una reducción de las tasas monetarias, ya que no lograron aumentar el volumen del crédito bancario.

Es interesante indagar cual fué la opinión de la Reserva Federal respecto a las operaciones de mercado abierto del año 1932. Dice a este respecto en su Memoria Anual (1) que las tasas monetarias tienden generalmente a declinar durante los períodos de depresión económica, debido a que la poca actividad de los negocios se traduce en una menor demanda de crédito en los bancos comerciales, que ven aumentadas sus reservas a causa del retorno del circulante en poder del público.

Pero como desde el año 1929 en que comenzó la crisis los bancos miembros se vieron obligados a hacer frente a la demanda exterior de oro y a la demanda interna de circulante, es evidente que en lugar de una situación de crédito fácil, hubiera existido un estado de tensión monetaria, ~~ya~~ a no ser por la intervención de la Reserva Federal, que con sus compras de títulos públicos, facilitó no solo esas operaciones, sino también hizo posible la reducción de la deuda que mantenían los bancos accionistas en la Reserva y la formación de excedentes que fueron depositados en el Sistema.--

Hasta aquí la opinión oficial de la Reserva Federal.

De lo que no cabe duda es que la Reserva pudo mantener con sus compras de papel fiscal, una situación de crédito fácil en el mercado, que fué ratificada por la reducción operada en los tipos de descuento de los bancos de Reserva Federal. En Nueva York, la tasa de descuento se redujo del 3 1/2 % al 2 1/2 % y lo mismo aconteció con la tasa de compra de las aceptaciones bancarias que llegó a fijarse en 1 %, que era el tipo más bajo que

(1). Véase: NINETEENTH ANNUAL REPORT OF THE FEDERAL RESERVE BOARD, covering operations for the year 1932, Washington 1933, paginas 15 y 16.

se conocía desde que se inauguró el Sistema en el año 1914.

5.- MANTENIMIENTO DEL CREDITO FACIL EN EL SEGUNDO SEMESTRE DEL AÑO 1932. LA SUSPENSION DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO. FACTORES QUE LA EXPLICAN.

Llegamos así al segundo período del año 1932 (Julio - Diciembre) en donde la Reserva asume una actitud pasiva dado el desenvolvimiento favorable que ocurre en el mercado monetario. En efecto, le basta al Sistema mantener su cartera de títulos públicos, para permitir que los efectos de las fuertes entradas de oro del retorno del circulante tesaurizado, y de la nueva emisión de billetes de los bancos nacionales ejerzan su influencia conjunta sobre los bancos comerciales, cuyas disponibilidades abultadas servirían para aumentar sus depósitos en el Banco Central.

En efecto, desde el 20 de Julio hasta el 31 de Diciembre de 1932, las existencias de títulos públicos crecen en solo 19 millones de dólares, lo que demostraría que la Reserva Federal no tuvo interés en modificar su cartera de papeles fiscales.

En el mismo lapso el stock metálico crece en 561 millones de dólares que unido a una norma de 60 millones de dólares en la moneda en circulación, hizo posible una reducción de 303 millones de dólares en los descuentos y un aumento de 473 millones de dólares en los depósitos de los bancos accionistas en la Reserva.

Estos factores tienden a disminuir aún más las tasas monetarias a corto plazo que a fines del año 1932 tocan niveles mínimos.

6.- LAS NUEVAS EMISIONES DE BILLETES DE LOS BANCOS NACIONALES.

Se ha mencionado entre los diversos factores que propendieron al mantenimiento de la holgura monetaria en el segundo semestre del año 1932, a las nuevas emisiones de billetes de los bancos nacionales.

Estas nuevas emisiones surgieron justamente de una ley sancionada el 22 de Julio de 1932, que autorizó a la ampliación de dicho circulante.

Dicha ley denominada "Ley Bancaria de Préstamos Federales Inmobiliarios" (Federal Home Loan Bank Act), autorizaba en su sec

ción 29 la emisión de billetes nacionales por el término de tres años , contra entrega de cualquier título del gobierno que no ganara más del 3 3/8 % de interés.

Al referirnos en otra oportunidad a esta misma ley, dijimos que (1) en esa forma se ampliaba las posibilidades de emisión de dichos billetes , que hasta ese momento tenían un poder de circulación restringida, al no poder emitirse sino sobre ciertos y determinados títulos del Estado, que no redituaban más del 2 % de interés como sucedía con los bonos del Canal de Panamá.

Con la nueva ley se hizo posible que todo banco nacional pudiera recibir del Tesoro Federal billetes nacionales, siempre que su monto no excediera del capital del Banco, y se entregara en canje de dichos billetes títulos públicos que no rindieran más del 3 3/8 %.

Al dictarse la ley se calculaba que las posibilidades de expansión potencial de la circulación de billetes nacionales, no podría exceder de 900 millones de dólares, teniendo en cuenta para la fijación de esa cifra , no solo el total de títulos públicos que circulaban en esos momentos, sino también el total de billetes nacionales emitidos y el capital de los bancos nacionales.

Durante el año 1932, los bancos nacionales utilizaron en una forma limitada este derecho de emisión, debido a que ya en ese entonces poseían un volumen apreciable de fondos disponibles que se reflejaba en los depósitos sobrantes mantenidos en la Reserva.

7.- EFECTOS DE LA EMISION DE BILLETES NACIONALES SOBRE LA CIRCULACION GENERAL Y SOBRE LOS BANCOS DE RESERVA FEDERAL

Dice la Reserva Federal que la emisión de billetes de los bancos nacionales , no tiene ningún efecto sobre la demanda de circulante por parte del público, de tal modo que la entrada de dichos billetes en la circulación se traduce en un retiro correspon-

(1). Véase: LA CRISIS BANCARIA Y LAS MEDIDAS INFLACIONISTAS EN LOS ESTADOS UNIDOS, por Julio Broide, Revista de Ciencias Económicas, Setiembre de 1932, Buenos Aires, páginas 619 a 622.

diente de otras clases de moneda.

Pero si es cierto que la emisión de dichos billetes no afecta el volumen total de moneda en circulación, ello no impide que mediante esas emisiones se permita a los bancos nacionales a hacerse de fondos sin recurrir a la Reserva Federal. En efecto cuando un Banco nacional emite sus billetes, se produce el depósito de un monto equivalente de cualquier clase de moneda en los bancos de Reserva, que se agrega a los depósitos que mantiene dicho banco miembro en el Sistema. La facultad que tienen los bancos nacionales de emitir billetes adicionales, se refleja no solo en el volumen del circulante de la Reserva Federal, sino también en la posición que asume el Sistema respecto a los bancos accionistas y al mercado monetario en general. (1)

8.- LA EVOLUCION DEL CREDITO OTORGADO POR LOS BANCOS COMERCIALES Y LAS FALENCIAS BANCARIAS .

Durante el año 1932 siguió la liquidación del crédito concedido por los bancos comerciales. La declinación de los préstamos e inversiones de los bancos accionistas que informan a la Reserva alcanzó en dicho año a 1.338 millones de dólares.

Seguó en el año 1932 el malestar bancario manifestado en una reiteración de las quiebras que alcanzaron a 1.456 bancos cuyos depósitos ascendían a 716 millones de dólares. Véase el cuadro N. 38.

En la Memoria del año 1932, la Reserva Federal prestó una gran atención a esta intensificación de las quiebras bancarias.

Según el pensamiento oficial (2) el gran número de suspensiones ocurridas en los últimos años, era un mero reflejo de la fuerte declinación producida en los valores bursátiles, inmobiliarios y agropecuarios que servían de garantía a los préstamos bancarios, los que al reducir las rentas de los prestatarios, dificultaron la liquidación oportuna de los préstamos y llevaron a los bancos a una congelación de sus carteras.

.....
.....
.....

(1). Véase Nineteenth annual report of the Fed. Res. Board, pag. 15 y 16

N. 38.- EL CREDITO Y LAS QUIEBRASBANCARIAS

Fecha.	Préstamos e Inversiones de los Bancos Accionis- tas que informan a la Reserva.	Quiebras Bancarias.
<u>1932.</u>	(En millones de dólares)	(Número)
Enero	20 . 178	342
Febrero	19 . 775	121
Marzo	19 . 434	46
Abril	19 . 096	74
Mayo	19 . 112	82
Junio	18 . 877	151
Julio	18 . 419	132
Agosto	18 . 587	85
Setiembre	18 . 739	67
Octubre	19 . 026	102
Noviembre	18 . 987	93
Diciembre.	18 . 840	161

.....
.....LA POLITICA BANCARIA Y MONETARIADEL PRESIDENTE ROOSEVELT(AÑOS 1933 - 34)

.....

.

.

En el Capítulo Cuarto se ha analizado la política de crédito de la Reserva en el período 1921- 32.

Los acontecimientos posteriores que absorben el bienio 1933- 34 , merecen un estudio separado por su enorme trascendencia en la historia bancaria y monetaria de EE.UU.

Pero antes de iniciar el análisis del año 1933, debe recordarse la situación en que se encontraba el país a fines de 1932. La situación bancaria era difícil. Había aumentado la tesaurización y el número de falencias bancarias. La liquidación de los préstamos e inversiones había llegado a niveles insospechados.

La violenta reducción del crédito bancario y el estado sumamente precario de muchas instituciones, se venía reflejando desde el comienzo de la crisis en el recrudecimiento de las quiebras bancarias que habían afectado a 5.500 bancos en el período Diciembre 1929- Febrero 1933.-

La endeblez bancaria que se venía repitiendo con interrupciones más o menos largas desde los comienzos del receso económico en Octubre de 1929, no tardaría en afectar la confianza que el público manifestaba en sus instituciones de crédito.

Esta desconfianza se inclinaba claramente en las postrimerías del año 1932, cuando el volumen de la moneda en circulación aumenta en una cantidad superior a las necesidades estacionales del momento.

El atesoramiento no disminuye con la iniciación del año 1933. Por el contrario, prosigue con violencia inusitada en el mes de Febrero, alentada esta vez por la propagación de rumores sobre una posible suspensión del patrón oro en los EE.UU. que da lu-

ger a una intensificación de la demanda aérea para fines de almacenamiento y exportación.

I.- LA POLITICA BANCARIA

1.- LA CRISIS BANCARIA DE 1933. Y EL FERIADO NACIONAL

Este estado de nerviosidad pública que afectaba la estabilidad de los bancos exigió la adopción de medidas extraordinarias de diversas autoridades estatales. Así, el 4 de Febrero de 1933 el estado de Luisiana decreta una moratoria bancaria de un día, y el 14 de Febrero se declara un feriado bancario de cuatro días en el estado de Michigan, para mejorar la situación de los bancos de Detroit. Desde ese momento las moratorias bancarias se suceden con extraordinaria rapidez. Al feriado decretado el 25 de Febrero en el estado de Maryland siguen la de los estados de Indiana, Arkansas y Ohio. El 1° de Marzo, el feriado bancario se extiende a los estados de Alabama, Kentucky, Tennessee y Nevada, desparramándose luego a los demás estados de la Unión Americana, hasta que el día 4 de Marzo el gobernador de Nueva York, suspende las operaciones bancarias de dicho estado por tres días.

Con la paralización de las operaciones bancarias en la ciudad de Nueva York, que es el principal centro financiero de los E.^U. la crisis había llegado a su punto culminante. La declaración del feriado bancario nacional no podía ya dejar de esperarse.

Es en esas circunstancias cuando asume la Presidencia de la República el ciudadano Franklin Delano Roosevelt, el que se encuentra obligado a decretar el día 6 de Marzo un feriado nacional que duraría hasta el día 9 de Marzo de 1933.

En el ínterin, el Presidente convocaba para esta última fecha al Congreso Nacional, con el fin de adoptar las medidas de emergencia que juzgara necesarias.

No entraremos aquí a detallar las múltiples resoluciones de carácter transitorio dictadas por la Tesorería Federal en esos días de cierre bancario. Únicamente diremos que en ese lapso de tiempo se dictaron disposiciones tendientes a obtener el retorno del oro extraído de los bancos durante el pánico, y se prohibió

la exportación de metálico, con lo que se obtuvo un aumento del oro y certificados de oro en poder de los Bancos de Reserva y de la Tesorería Federal.

2.- LA LEY DE EMERGENCIA BANCARIA.

El 9 de Marzo de 1933 se reunió el Congreso americano aprobando en el mismo día la legislación bancaria de emergencia presentada por Mr. Roosevelt.

Esta ley de Emergencia Bancaria (Emergency Banking Act of 1933) aprobó todas las medidas adoptadas por Mr. Roosevelt durante el feriado bancario nacional, y dió al Presidente americano poderes transitorios para controlar el cambio exterior, los movimientos del oro, el circulante y las operaciones bancarias.

Entre los poderes de emergencia se encontraban el del control del Poder Ejecutivo sobre todos los bancos con el fin de proteger a los depositantes; la autorización de reabrir únicamente aquellas instituciones que se encontraran en condiciones sanas y la autorización de reorganizar aquellos bancos que exigieran un reajuste previo antes de reanudar sus operaciones.

La Ley disponía así que cuando fuera necesario la conservación del activo de un banco nacional, el Controlador de la Circulación (Comptroller of the Currency) podría colocar dicho banco en manos de un "conservador" (conservator), el que debería mantener el activo del banco en beneficio de los depositantes y podría asimismo reorganizarlo cuando existiera el asentimiento de un número determinado de accionistas y depositantes del banco.

La ley autorizaba además la emisión y venta de acciones preferidas por parte de los bancos nacionales y su compra ulterior por la Corporación de Reconstrucción Financiera.

Se modificaba también la Ley de Reserva Federal, al autorizarse a los Bancos de Reserva Federal a emitir billetes bancarios de Reserva Federal (Federal Reserve Bank notes) que deberían estar garantizados por obligaciones directas del gobierno de los EE.UU. en una proporción del 100 % de su valor, o por pagarés o letras adquiridas por los bancos de Reserva Federal hasta el 90% de su valor. Este numerario de emergencia no exigía ninguna clase de reserva me-

tática . Se liberalizaba los recaudos exigidos para la concesión de préstamos a los bancos miembros sobre garantías que no se consideraban elegibles y se autorizaba a los Bancos de Reserva a conceder préstamos a entidades no bancarias como ser individuos , y corporaciones sobre pagarés con caución de títulos públicos.

Esta última disposición ampliaba la autorización ya concedida en la ley del 21 de Julio de 1932, a que se ha aludido en el capítulo anterior.

Las diversas medidas autorizadas por la ley de emergencia fueron consideradas muy convenientes. Las que se referían al nombramiento de un "conservador" que tendría a su cargo el funcionamiento de aquellos bancos que no reanudarían sus operaciones, tendía a evitar la liquidación drástica de las inversiones, ya que el "conservador" realizaría el activo de la institución cuando las condiciones del mercado fueran propicias para efectuar esas operaciones. A su vez, las disposiciones que autorizaban el aumento del capital de los bancos que habían sufrido fuertes pérdidas o que lo requerían para operar con mayor desenvoltura era una verdadera novedad, al permitir que las acciones preferidas que se emitieran a tal fin, fueran compradas por la Corporación de Reconstrucción Financiera , que respaldaría con sus fondos la estructura débil de los bancos americanos.

3.- EFECTOS DE LA CRISIS BANCARIA EN LA RESERVA FEDERAL.

La intensa perturbación producida en las semanas de la crisis bancaria se reflejó como es de suponer en los estados de la Reserva Federal.

Desde comienzos de Febrero hasta el 4 de Marzo de 1933, en que se decretó el feriado nacional, la moneda en circulación aumentó en 1.830 millones de dólares, debido a las enormes extracciones de dinero realizadas por los depositantes.

Más de las dos terceras partes del aumento de circulante se produjo en la semana que terminó el 4 de Marzo . Para satisfacer la demanda de numerario y de oro, los bancos miembros aumentaron en ese lapso sus descuentos en la Reserva Federal en 1.160 millones de dólares, y redujeron sus depósitos en el Sistema en

Por su parte , los bancos de Reserva trataron de aliviar la enorme presión interna y externa que estaban sufriendo los bancos comerciales, con la compra de aceptaciones y títulos públicos que ascendieron a 390 millones y 100 millones de dólares respectivamente.

4.- LA CRISIS BANCARIA Y LOS TIPOS DE INTERES

La crisis bancaria produjo como es de suponer una elevación de las tasas monetarias. Desde comienzos de Febrero hasta el 4 de Marzo, el tipo de interés vigente para las aceptaciones bancarias aumentó de 0,25 % a 3 3/8 % y las tasas de préstamos a la vista (call- loan rates), del 1 % al 4 %. Con el fin de contrarrestar el drenaje interno (tesaurización) y externo (exportaciones de oro), el Banco de Reserva Federal elevó el 3 de Marzo la tasa de descuento del 2 1/2 % al 3 1/2 % . La tensión monetaria no duró mucho tiempo, pues bastó que terminara el feriado y empezaran a reanudarse las operaciones bancarias, para que las tasas de interés comenzaran a declinar en forma ostensible.

5.- LA REABERTURA DE LOS BANCOS AMERICANOS.

Dictada la ley de Emergencia Bancaria el día 9 de Marzo de 1933, empezó el gobierno a autorizar la re apertura de aquellos bancos que estaban en condiciones satisfactorias para realizar sus operaciones habituales.

De un enorme valor en esos momentos de verdadera perplejidad colectiva, fué el discurso propalado radiotelefonicamente por el Presidente Roosevelt, el día 12 de Marzo de 1933.

Ese discurso en que se explicaban todas las medidas adoptadas por el gobierno desde que se decretó el feriado bancario nacional, restableció la confianza del pueblo americano, y permitió que las autoridades pudieran proseguir en su tarea de reajuste bancario, sin temor de ver reproducidas las escenas de pánico que habían caracterizado los meses de Enero y Febrero de 1933.

Tan pronto como fué levantado el feriado bancario, el gobierno comenzó a autorizar la reapertura de los establecimientos de crédito que luego en los tres días siguientes a 4.507 bancos

nacionales y a 571 bancos estatales miembros de la Reserva. Estas autorizaciones de la Tesorería Federal alcanzaban al 75 % de los bancos afiliados al Sistema. Por su parte los gobiernos estatales procedieron a autorizar el funcionamiento de los bancos establecidos en sus respectivas jurisdicciones. Al 12 de Abril habían ya reanudado sus operaciones habituales, 7.400 bancos estatales no adheridos al Sistema, que representaban el 71 % del conjunto de dichos bancos. A fines de 1933 el número de bancos miembros y no miembros de la Reserva que funcionaban en los EE. UU. llegaba a 6.011 y 8.200 bancos respectivamente, y el número de bancos que aún no habían sido reabiertos ascendía a 1.912(1)

Informaciones más recientes establecen que durante el año 1934 se procedió a la liquidación de 920 bancos que no habían sido autorizados a reiniciar sus operaciones y que representaban un volumen de depósitos de 647 millones de dólares. Es así como a fines del año 1934, solo quedaban 190 bancos con depósitos por valor de 96,6 millones de dólares a que aún no habían reanudado sus operaciones. Esta cifra no resulta de mayor importancia si se la compara con la situación que existía a comienzos de Abril de 1933, en que el número de bancos que se encontraban en esas condiciones, llegaba a 4.215 con un monto de depósitos de 4.000 millones de dólares. (2)

Con el fin de apresurar la devolución de los depósitos de los bancos clausurados desde el mes de Enero de 1933, se creó en Octubre de 1933 un Consejo de Liquidación de los Depósitos (Deposit Liquidation Board), con fondos facilitados por la Corporación de Reconstrucción Financiera.

Se adoptó este procedimiento para permitir que los liquidados ^{Jones} ~~de~~ de los bancos cerrados pudieran realizar sus funciones sin mayores apresuramientos y al mismo tiempo estuvieran en condi-

(1). Véase: TWENTIETH ANNUAL REPORT OF THE FEDERAL RESERVE BOARD, covering operations for the year 1933, pag. 22.
 (2). Véase: FEDERAL RESERVE BULLETIN, January 1935k, paginas 2 y 3.

ciones de devolver una parte de los depósitos retenidos por el cese de las operaciones bancarias.

Reabierto una gran mayoría de los bancos americanos, se planteaba al Presidente Roosevelt el problema de evitar en el futuro la repetición de las quiebras bancarias.

Ya en su campaña presidencial, Mr. Roosevelt había sostenido la necesidad de proteger los depósitos bancarios; de separar las operaciones de los bancos de inversión de los de depósitos y de evitar que el crédito de la Reserva Federal fuera a alimentar las necesidades especulativas del mercado.

En su libro "Mirando Adelante" Mr. Roosevelt ratifica estas ideas, cuando dice que no ha sido efectivo el contralor destinado a proteger los depósitos de los bancos nacionales y que es necesario un mayor control de dichas instituciones; que no deben mantenerse confundidas las actividades de los bancos de inversión con las de los bancos de depósitos y que las disponibilidades de la Reserva Federal no deben ser utilizadas para fines especulativos, para lo cual es necesario establecer los principios correspondientes en la ley. (1)

6.- LA LEY BANCARIA DE JUNIO DE 1933.

Estos pensamientos vieron su consagración en la ley bancaria de 1933.

Según el Profesor James W. Angell de la Universidad de Columbia, la ley bancaria del 16 de Junio de 1933, ha tratado de obtener no solo una separación completa entre la banca comercial y la de inversiones, sino también de garantizar la gran mayoría de los depósitos bancarios. (2)

La discriminación absoluta entre los bancos comerciales y los de inversiones, es una medida que ha sido recibida favorablemente en los círculos técnicos, al hacerse imposible desde la sanción de la ley, que los funcionarios bancarios utilicen sus cargos

(1). Véase: *LOOKING FORWARD* by Franklin D. Roosevelt, London 1933, Chapter XIII, Banking and Speculation, paginas 217 a 228.

(2). Véase: su artículo intitulado: *GOLD, BANKS AND THE NEW DEAL*, in *Political Science Quarterly*, Columbia University

para promover la emisión y venta de títulos de valor discutible en el mercado.

Esta separación tenderá según el Profesor Angell a impedir que los depósitos a la vista se utilicen en la concesión de préstamos con caución de títulos y en las inversiones bursátiles e inmobiliarias y se dediquen por el contrario a los préstamos comerciales a corto plazo.

7.)- LA GARANTIA DE LOS DEPOSITOS .

El segundo punto de la ley se refiere a la garantía de buena parte de los depósitos de los bancos, en los que se incluyen no solo los bancos miembros de la Reserva Federal, sino también los bancos no afiliados. La administración de esta parte de la ley, ha quedado a cargo de la Corporación Federal de Seguro a los Depósitos (Federal Deposit Insurance Corporation). De acuerdo al plan original, se garantizaban integralmente los depósitos que no pasaran de 2.500 dólares por persona. Este plan debía terminar el 1º de Julio de 1934, pero una modificación aprobada en Junio de 1934, la extendió por un nuevo año, aumentando la garantía a 5.000 dólares. Según el plan permanente que entrará a regir en el mes de Julio de 1935, los depósitos que no exceden de 10.000 dólares estarán garantizados en su totalidad, reduciéndose la garantía al 75 % para las sumas que oscilan entre 10.000 y 50.000 dólares, y al 50 % para los depósitos que superen los 50.000 dólares.

El Dr. Angell, al hacer una síntesis del plan de garantía de los depósitos dice que los fondos correspondientes se obtienen mediante subscripciones a las acciones de la Corporación Federal de Seguro a los depósitos. Se requirió a la Tesorería Federal a subscribir 150 millones de dólares, ~~ya los Bancos de Reserva Federal a subscribir 150 millones de dólares,~~ y a los Bancos de Reserva Federal a subscribir un monto equivalente a la mitad de sus fondos de reserva al día 1º de Enero de 1933, que alcanzaba a cerca de 135 millones de dólares.

A esto había que agregar - según el plan transitorio- las subscripciones de los bancos participantes cuyos depósitos estaban garantizados y que ascendían a un cuarto por ciento de sus depósitos totales.

El remanente podía solicitarse así: un cuarto por ciento en cualquier momento y el medio por ciento restante bajo ciertas y determinadas condiciones.

Las acciones retenidas por los bancos participantes reciben dividendos, pero no tienen derecho al voto. Los bancos que no son accionistas del Sistema y que deseen permanecer en el plan de garantías con posterioridad al 1° de Julio de 1937, deberán adherirse previamente al Sistema de la Reserva Federal.

8.-ACCION DESARROLLADA POR LA CORPORACION FEDERAL DE SEGUROS A LOS DEPOSITOS Y LA CORPORACION DE RECONSTRUCCION FINANCIERA.

La labor cumplida por la Corporación Federal de Seguros a los Depósitos ha sido enunciada en forma detallada por el Presidente de la Corporación, Mr. Leo T. Crowley, quien en el discurso pronunciado ante la Asociación de Banqueros Americanos, el día 23 de Octubre de 1934 (1), manifestó que la primera reunión de los Directores de la Corporación se realizó el día 11 de Septiembre de 1933 y que al 1° de Enero de 1934, se habían ya admitido 12.617 bancos de los que correspondían 6.754 a los bancos estatales que no estaban afiliados a la Reserva Federal y el resto a los bancos miembros del Sistema. El número de bancos adheridos se elevó a 14.170 el día 8 de Octubre de 1934. En el examen a que fueron sometidos los diversos bancos que solicitaban su incorporación al sistema de garantía de los depósitos, se comprobó que el capital de muchos de ellos no guardaba proporción con el volumen de sus operaciones.

Para obviar este inconveniente intervino la Corporación de Reconstrucción Financiera que facilitó a los bancos, 800 millones de dólares a los efectos de reconstituir sus capitales. Esta suma representaba alrededor del 24 % de las acciones de capital y debentures de todos los bancos comerciales asegurados en el país. Los fondos facilitados por la Corporación de Reconstrucción Financiera fueron distribuidos entre 5.500 bancos.

Las últimas estadísticas que se poseen muestran que desde la crisis bancaria de Marzo de 1933, hasta fines de Diciembre de 1934, la Corporación de Reconstrucción Financiera ha facilitado 1.202 millones de dólares para reconstituir el capital de 6.694

III. Véase: "Quantities Insured as an aid to banking by the U. S. Govt."

bancos.

El establecimiento de la garantía de los depósitos bancarios, a la que se han adherido a la gran mayoría de los bancos americanos ha propendido a reducir en forma extraordinaria el número de quiebras bancarias que llegaron a sumar solo 56 en el curso del año 1934, que es la cifra más baja que se recuerda desde 1920 .(1)

II .- LA POLITICA DE LA RESERVA FEDERAL EN EL AÑO 1933

1.- LA SITUACION ECONOMICA DEL AÑO 1933.

En lo que concierne a la situación económica del país, cabe decir que los índices estadísticos más significativos muestran un cierto repunte durante el año 1933.

El índice de la producción industrial (Base 1923-25 =100 que había llegado a un nivel mínimo de 59 puntos en el mes de Marzo de 1933, logra cerrar el año con un índice de 75, o sea un aumento de 16 puntos. Cosa análoga ocurre con el índice de la ocupación industrial (Base 1923-25 = 100), que se eleva de 59 en Marzo a 74 en Diciembre de 1933, y con los salarios industriales (base 1923-25 = 100) , que suben de un índice de 37 en el mes de Marzo a uno de 55 en el mes de Diciembre de 1933.

Los deseos del gobierno de elevar los precios en el mercado interno, al que no era ajena la campaña de depreciación deliberada del dólar realizada en el curso del año 1933, se refleja en el índice de precios mayoristas del Departamento de Trabajo (Base 1926 = 100) , que pasa de un nivel de 60 en el mes de Marzo a uno de 71 en el mes de Diciembre de 1933.

Véase al respecto el cuadro N. 39.

La mayor intensidad de las operaciones bursátiles se manifiesta en la elevación de los precios de las acciones (Base 1926 = 100) , que se mueven de un índice de 49 en Enero a uno de 70 en Diciembre de 1933, y en el aumento de los préstamos efectua-

(1). Véase : FEDERAL RESERVE BULLETIN, January 1935, paginas 2 y 3

1933 -- 1934

Fecha	Producción Industrial	Ocupación Industrial	Salarios Industriales	Precios Mayoristas
(Índices : Base 1923-25 = 100)			(Índice: Base 1926 = 100)	
<u>1933</u>				
Ener.	65	60	40	61
Feb.	63	61	40	60
Mar.	59	59	37	60
Abr.	66	60	39	60
May.	78	63	43	63
Jun.	31	67	47	65
Jul.	100	72	51	69
Agost.	91	76	57	70
Set.	84	80	59	71
Oct.	76	80	59	71
Nov.	72	76	56	71
Dic.,	75	74	55	71
<u>1934</u>				
Ene.	78	73	54	72
Feb.	81	78	61	74
Mar.	84	81	65	74
Abr.	85	82	67	75
May.	86	83	67	74
Jun.	83	81	65	75
Jul.	76	79	61	75
Ago.	73	80	62	76
Set.	71	76	58	78
Oct.	73	78	61	77
Nov.	74	77	60	77
Dic.	86 (p)	78	63	77

(p). cifra provisional.

Fecha	Cotización de Acciones Ordinarias :				Precios de Bonos gobierno EE.UU.	Rendimiento de las Letras de TesoreríaEEUU.	Emisiones totales de Capital.
	Industriales	Ferrovias	Servicio Público	Total			
<u>1933</u>	(Indices: Base 1926 = 100)				(En dolares)	%	en millones
Enero	46	28	82	49	103,3	3,39	65
Febrero	43	27	73	45	102,4	3,47	20
Marzo	42	26	67	43	101,0	3,58	16
Abril	49	26	64	48	101,3	3,55	25
Mayo	65	38	79	63	102,4	3,47	44
Junio	77	44	97	75	103,2	3,40	110
Julio	84	53	98	80	103,3	3,38	117
Agosto	79	49	87	75	102,9	3,40	46
Setiemb.	81	47	80	75	103,0	3,40	64
Octubre	76	40	75	70	102,9	3,42	59
Noviembre	77	38	70	69	100,5	3,60	88
Diciembre	79	40	67	70	100,8	3,64	57
<u>1934</u>							
Enero	84	46	73	76	100,3	3,50	48
Febrero	88	50	81	81	101,9	3,32	79
Marzo	85	48	76	77	102,8	3,21	97
Abril	88	49	76	80	103,7	3,12	143
Mayo	80	43	70	72	104,4	3,01	103
Junio	81	44	72	74	104,7	2,94	123
Julio	80	41	69	71	105,2	2,85	217
Agosto	77	36	65	68	104,1	2,99	180
Setiemb.	76	35	64	67	102,3	3,20	43
Octubre	76	36	63	67	103,4	3,08	122
Noviembre	80	35	61	69	103,5	3,05	107
Diciembre	80	36	58	69	104,1	2,97	141

N. 41. LOS PRESTAMOS A LOS CORREDORES OTORGADOS POR LOS BANCOSDE NUEVA YORK.

Fecha	Por cuenta propia	Por cuenta de los bancos del Interior.	Por cuenta de Otros.	Total.
-------	-------------------	--	----------------------	--------

(en millones de dólares).

<u>1933</u>				
Enero	365	11	4	380
Febr.	416	10	7	433
Marz.	373	18	7	398
Abr.	374	21	4	399
Mayo.	555	17	6	578
Junio	712	36	7	755
Julio	806	105	8	919
Agost.	747	122	8	877
Set.	741	98	8	847
Octub.	663	111	5	779
Nov.	610	106	6	722
Dic.	632	121	6	759
<u>1934</u>				
Enero	657	137	8	802
Febrero	731	149	9	889
Marzo	736	148	2	886
Abril	813	156	6	975
Mayo	766	163	8	937
Junio	845	165	6	1.016
Julio	871	168	3	1.042
Agosto	670	156	1	827
Setiemb.	633	142	1	776
Octub.	612	133	1	746
Noviemb.	573	139	1	713
Diciemb.	639	144	1	784

dos a los corredores por los bancos neoyorquinos, que pasan de 380 millones de dólares en Enero a 759 millones de dólares en Diciembre , según puede verse en los cuadros N. 40 y 41.

En síntesis el año 1933 , que se inicia con la crisis bancaria y prosigue con la suspensión del patrón oro y la depreciación monetaria, muestra una atenuación de la terrible liquidación de valores por que venía pasando los EE.UU. desde el crack bursátil de 1929.

2.-LA SUSPENSIÓN DEL PATRÓN ORO EL CRÉDITO FÁCIL Y EL DÉFICIT PRESUPUESTAL

Las tendencias inflacionistas del mercado se reflejan claramente en la ley del 12 de Mayo de 1933, que entre otras cosas autorizaba al Presidente de la República a reducir el contenido metálico del dólar hasta el 50 % de su valor primitivo; a ordenar a la Reserva a comprar títulos públicos por valor de 3.000 millones de dólares y a imprimir - si lo creyera oportuno - hasta 3.000 millones de dólares de papel moneda. (green-backs).

Se trataba a toda costa de elevar los precios internos según lo manifestaba en forma reiterada el Presidente Roosevelt en sus diversos comunicados oficiales.

Durante el año 1933 la Reserva Federal persistió en su campaña de crédito fácil con un programa de compras intensas de títulos públicos en el mercado abierto.

Estas adquisiciones de papel gubernamental trajeron un nuevo abultamiento de los depósitos de los bancos accionistas en el Sistema, que llegaron a niveles sumamente altos al finalizar el año 1933.

El presupuesto nacional que venía acusando un déficit apreciable desde el gobierno de Hoover, sigue fuertemente desequilibrado en 1933. El total de la deuda pública crece así de 20.802 millones de dólares en el mes de Enero de 1933 a 23.814 millones de dólares en el mes de diciembre del mismo año, o sea un aumento de 3.012 millones de dólares. La acción gubernamental reflejada en distintas actividades de emergencia explican en buena parte esta elevación de la deuda pública.

3.- LAS EXISTENCIAS AUREAS Y LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

El abandono del patrón oro el 20 de Abril de 1933 trae una pausa a las fuertes fluctuaciones producidas hasta ese momento en el stock metálico del país.

En efecto, las existencias aúreas que se habían reducido de 4.260 millones de dólares en Enero de 1933 a 3.974 millones de dólares en Marzo del mismo año, no sufren mayores modificaciones en los meses siguientes. Esta carencia de oscilaciones en las tenencias metálicas permite a la Reserva emprender una enérgica campaña de compras de títulos públicos en el mercado abierto, en la seguridad de no ver afectada su política de crédito por un drenaje de oro. El otro factor que podía haber perturbado la acción del Sistema sería el movimiento de la moneda en circulación. Pero ésta que se había elevado extremo dinámicamente en los meses de desconfianza vuelve a reducirse más tarde, y no afecta mayormente la orientación de la Reserva.

Pasado el período de la crisis bancaria, los bancos de la Reserva Federal reducen la tasa de descuento. En el banco neoyorquino ésta cae del tres y medio por ciento al tres por ciento el 7 de Abril; al 2 1/2 % el 26 de Mayo y al 2 % el 20 de Octubre de 1933.

Las operaciones de mercado abierto se realizan en la segunda parte del año 1933. El total de títulos públicos en poder del Sistema se eleva así de 1.846 millones de dólares en el mes de Mayo a 2.432 millones de dólares en el mes de Diciembre, o sea un incremento de 586 millones de dólares. Este aumento de títulos públicos incide como de costumbre en el total de redescuentos de la Reserva que disminuyen de 339 millones de dólares en el mes de Mayo a 117 millones de dólares en el mes de Diciembre de 1933, según puede comprobarse en el cuadro N. 42.

4.- EL CREDITO FACIL Y LOS DEPOSITOS DE LOS BANCOS MIEMBROS EN LA RESERVA

La intensa actividad de la Reserva Federal en el mercado abierto se refleja en el aumento de los depósitos de los bancos accionistas en la Reserva que crecen en el lapso Mayo- Diciembre en 491 millones de dólares.

Crédito otorgado por la Reserva en:

Fecha	Redescuentos	Aceptaciones.	Títulos Públicos	Total (').	Existencias de Oro.	Moneda de Tesorería & Bcos. Nacionales.	Moneda en Circulación	Depósitos Bcos. accionistas en la Reserva	Efectivo y depósitos de Tesorería la Reser
(en millones de dólares).									
1933									
Enero	255	32	1.806	2.110	4.260	2.204	5.344	2.516	303
Febrero	307	102	1.804	2.224	4.204	2.204	5.605	2.291	314
Marzo	999	379	1.875	3.237	3.974	2.256	6.711	1.914	359
Abril	429	230	1.837	2.515	4.014	2.302	5.850	2.086	390
Mayo	339	86	1.846	2.286	4.026	2.301	5.589	2.125	371
Junio	250	12	1.933	2.208	4.030	2.295	5.455	2.211	353
Julio	170	16	2.016	2.211	4.032	2.283	5.388	2.268	347
Agosto	159	8	2.064	2.239	4.035	2.280	5.329	2.375	316
Setiemb.	138	7	2.202	2.358	4.040	2.280	5.344	2.489	328
Octubre	119	7	2.355	2.492	4.036	2.277	5.369	2.590	333
Noviemb.	114	15	2.437	2.574	4.036	2.275	5.394	2.629	349
Diciemb.	117	101	2.432	2.669	4.036	2.293	5.523	2.616	357
1934									
Enero	101	113	2.432	2.656	4.035	2.302	5.382	2.764	397
Febrero	70	87	2.432	2.597	7.138	2.303	5.339	2.822	3.448
Marzo	55	40	2.437	2.535	7.602	2.333	5.368	3.361	3.298
Abril	43	16	2.439	2.507	7.736	2.377	5.366	3.594	3.222
Mayo	36	6	2.431	2.479	7.759	2.378	5.355	3.695	3.083
Junio	23	5	2.432	2.469	7.893	2.364	5.350	3.928	2.999
Agosto	21	5	2.432	2.464	7.971	2.378	5.355	4.045	2.976
Setiemb.	22	5	2.431	2.469	7.971	2.411	5.427	3.947	3.054
Octubre	12	6	2.430	2.457	7.989	2.415	5.473	3.964	3.011
Noviemb.	11	6	2.430	2.466	8.047	2.455	5.494	4.100	2.970
Diciemb.	10	6	2.430	2.472	8.191	2.493	5.577	4.037	3.120
Junio	28	5	2.424	2.464	7.821	2.363	5.347	3.790	3.054

(1) Incluidos otros créditos

43.- PRESTAMOS, INVERSIONES Y DEPOSITOS DE LOS BANCOS MIEMBROS DE 90 CIUDADES IMPORTANTES DE LOS EE.UU.-

Cifras de fin de mes:	Préstamos sobre títulos.	Otros Préstamos.	Total de Préstamos	Inversiones en títulos Públicos.	Total de Inversiones.	Total de Préstamos e Inversiones.	Depósitos	
							A la Vista	A Plazo
1933 (En millones de dólares)								
Enero	3.662	4.986	8.648	4.991	7.983	16.631	11.236	4.60
Febrero	3.693	4.807	8.500	4.836	7.815	16.315	10.667	4.49
Marzo	3.644	4.688	8.332	4.583	7.669	16.001	9.745	4.31
Abril	3.638	4.703	8.341	4.678	7.707	16.048	10.393	4.31
Mayo	3.713	4.772	8.485	4.948	7.941	16.426	10.918	4.28
Junio	3.748	4.704	8.452	5.254	8.213	16.665	10.741	4.40
Julio	3.789	4.772	8.561	5.117	8.101	16.662	10.598	4.51
Agosto	3.766	4.767	8.533	5.131	8.074	16.607	10.427	4.50
Setiemb.	3.687	4.853	8.540	5.056	7.989	16.529	10.505	4.50
Octubre	3.584	4.959	8.543	4.956	7.924	16.467	10.685	4.48
Noviemb.	3.569	4.999	8.568	5.114	8.104	16.672	10.751	4.41
Diciembre.	3.628	4.774	8.402	5.267	8.264	16.666	10.866	4.31
1934								
Enero	3.609	4.740	8.349	5.786	8.772	17.121	11.118	4.36
Febrero	3.520	4.665	8.185	6.249	9.215	17.400	11.398	4.37
Marzo	3.514	4.647	8.161	6.227	9.311	17.472	11.794	4.41
Abril	3.516	4.604	8.120	6.282	9.351	17.471	12.272	4.47
Mayo	3.476	4.550	8.026	6.262	9.280	17.306	12.426	4.45
Junio	3.529	4.485	8.014	6.665	9.723	17.737	12.504	4.50
Julio	3.493	4.445	7.938	6.671	9.790	17.728	12.755	4.50
Agosto	3.247	4.555	7.802	6.627	9.906	17.708	12.926	4.51
Setiemb.	3.080	4.713	7.793	6.631	9.996	17.780	13.112	4.47
Octubre	3.051	4.756	7.807	6.639	10.030	17.837	13.476	4.47
Noviemb.	3.017	4.688	7.705	6.715	10.059	17.764	13.627	4.39
Diciemb.	3.072	4.581	7.653	7.191	10.623	18.276	13.551	4.36

Dice la Memoria Anual de la Reserva Federal que las operaciones de mercado abierto del año 1933, fueron realizadas con el propósito de obtener un exceso de reservas de los bancos accionistas en el Sistema, a los efectos de facilitar aún más las condiciones del mercado monetario y estimular a los bancos a adoptar una política de crédito liberal que tendiere a obtener la recuperación de los negocios. (1).

Este propósito oficial de conseguir mediante una plétora de fondos en el mercado monetario, la expansión de los préstamos e inversiones de los bancos comerciales no fué mayormente conseguido durante el año 1933.

54- LOS PRÉSTAMOS E INVERSIONES DE LOS BANCOS AFILIADOS AL SISTEMA

En efecto, las estadísticas de los préstamos e inversiones de los bancos miembros de la Reserva, establecidas en 90 ciudades importantes de los EE.UU. no manifestaban mayor aumento en 1933. El total de préstamos e inversiones que llegaba a 16.631 millones de dólares en Enero de 1933, pasa a 16.666 millones de dólares en Diciembre del mismo año, o sea un aumento de solo 35 millones de dólares.

Mientras el total de préstamos cae de 8.648 millones de dólares en Enero a 8.402 millones de dólares en Diciembre, el conjunto de inversiones aumenta de 7.983 millones de dólares a 8.264 millones de dólares en los meses mencionados. El aumento de las inversiones se debe especialmente a la dilatación de la cartera de títulos públicos de los bancos comerciales que sube de 4.991 millones de dólares en Enero de 1933 a 5.267 millones de dólares en Diciembre del mismo año. Véase el cuadro N. 43.

Si bien es cierto que la política de crédito fácil de 1933 no logró aumentar el volumen de préstamos e inversiones de los bancos comerciales, ella interrumpió la deflación del crédito que se venía produciendo desde fines de 1929.

(1). Véase : TWENTIETH ANNUAL REPORT OF THE FEDERAL RESERVE BOARD, covering operations for the year 1933, pagina 20.

RESERVA METALICA.

En 1934, la Reserva Federal prosigue su campaña de crédito fácil. Mientras que en el año 1933, la interrupción del aflujo aureo obligó a la Reserva a realizar fuertes compras de títulos públicos para ~~mantener~~ mantener la holgura monetaria en el mercado; en el año 1934, la revaluación del oro y el aumento persistente de las existencias metálicas le permitieron interrumpir esas adquisiciones sin afectar la situación monetaria de la plaza.-

Le bastó para ello mantener su cartera de papel gubernamental y permitir que el aumento de oro desempeñara su función acostumbrada, para obtener un nuevo incremento de carácter substancial en los depósitos de los bancos accionistas en el Sistema.

En el año 1934, caen intensamente las tasas monetarias. El papel comercial norma de 1,38% en Enero a 0,88% en Diciembre y las aceptaciones bancarias de 0,50% a 0,13%, según puede verse en el cuadro N. 44.-

3.- LOS PRESTAMOS E INVERSIONES DE LOS BANCOS ACCIONISTAS Y LA EVOLUCION DE LAS FINANZAS NACIONALES.

Los préstamos e inversiones de los bancos accionistas lo gran al fin elevarse en 1.155 millones de dólares entre Enero y Diciembre de 1934. Pero esta elevación no se debe a un aumento de los préstamos que disminuyen de 8.249 millones de dólares en Enero a 7.652 millones de dólares en Diciembre, sino a un aumento de las inversiones especialmente en títulos públicos que acrecen en 1.405 millones de dólares (Cuadro N. 43).

La deuda pública federal aumenta por su parte de 25.071 millones de dólares en Enero de 1934, a 28.479 millones de dólares en Diciembre del mismo año, o sea un incremento de 3.408 millones de dólares.

4.- LA REVALUACION DEL DOLAR Y EL AFLUJO AUREO

Se ha mencionado en párrafos anteriores a la revaluación del metálico como uno de los hechos más significativos que se hayan producido en los EE.UU. en 1934.

Esta revaluación decretada por el presidente Roosevelt

el 31 de Enero de 1934, en virtud de las autorizaciones conferidas por las leyes del 12 de Mayo de 1933 y del 30 de Enero de 1934, --- y de cuyos alcances tendremos ocasión de referirnos en forma detallada más adelante--- redujo el contenido metálico del dólar al 59,06 % de su valor primitivo. Esta revaluación produjo un aumento de 2.808 millones de dólares en el stock metálico del país.

Dice el Boletín de la Reserva Federal (1), que en el momento en que el dólar fué oficialmente revaluado al 59,06 % de su paridad anterior, su valor en el mercado de cambios respecto a las monedas convertibles en oro era del 63 %. Pero la revaluación no fué seguida inmediatamente por una caída correspondiente del valor del dólar en el mercado de cambios. Así, la nueva paridad del franco francés que era de 6,63 centavos americanos por franco (100 francos representan actualmente el mismo monto de oro que 6,63 dólares) se cotizaba a 6,26 el 31 de Enero , a 6,50 el 13 de Febrero y a 6,57 a fines de Febrero y comienzos de Marzo. Esta disparidad --- dice el Órgano oficial del Sistema--- hizo que a los americanos les resultara fructífero cambiar sus dolares por francos convertir dichos francos en oro en París al tipo legal y transportar el metálico correspondiente a los EE.UU. para su venta a la Tesorería americana al tipo de 35 dólares la onza. Resultaba en ese entonces asimismo conveniente para los franceses el convertir sus francos en oro, embarcar su producido a los EE.UU . venderlo a la Tesorería americana y canjear luego los dólares recibidos por francos al tipo corriente en el mercado.

Este movimiento del cambio explica según la Reserva Federal, las fuertes cantidades de oro importadas a EE.UU. durante el mes de Febrero y explica asimismo como las compras de moneda extranjera en pago del oro, trajera un aumento gradual del valor de cambio de esas divisas hasta llevarlas muy cerca de sus nuevas paridades.

(1). Véase: FEDERAL RESERVE BULLETIN, March 1934, página 141.

N. 44.- TASAS MONETARIAS VIGENTES EN NUEVA YORK

Fecha	Papel Comercial.	Aceptaciones Bancarias.	Préstamos a la Vista.	Letras de Tesorería.	Préstamos Bancarios.
(*)					
<u>1933</u>					
Enero.	1,38	0,33	1,00	0,07	4,12
Feb.	1,38	0,47	1,00	0,01	4,11
Marzo	3,00	2,49	3,27	1,34	4,88
Abril	2,63	0,81	1,29	0,45	4,33
Mayo	2,13	0,50	1,00	0,29	4,24
Junio	1,75	0,38	1,00	0,07	4,10
Julio	1,63	0,48	1,00	0,19	3,93
Agosto	1,50	0,45	0,98	0,01	3,97
Setiemb.	1,32	0,25	0,75	0,04	3,79
Octubre	1,25	0,25	0,75	0,09	3,76
Noviemb.	1,25	0,39	0,75	0,22	3,52
Diciemb.	1,38	0,62	0,94	0,29	3,48
<u>1934</u>					
Enero	1,38	0,50	1,00	.....	3,58
Febrero	1,38	0,50	1,00	0,85	3,43
Marzo	1,13	0,38	1,00	0,27	3,31
Abril	1,13	0,19	1,00	0,18	3,39
Mayo	1,00	0,19	1,00	0,14	3,42
Junio	0,88	0,19	1,00	0,07	3,30
Julio	0,88	0,19	1,00	0,08	3,30
Agosto	0,88	0,19	1,00	0,20	3,33
Setiemb.	0,88	0,19	1,00	0,27	3,26
Octubre.	0,88	0,16	1,00	0,21	3,28
Noviemb.	0,88	0,13	1,00	0,22	3,22
Diciemb.	0,88	0,13	1,00	0,15	3,18

El aflujo aéreo y la revaluación del dólar, son pues las causas del extraordinario abultamiento observado en las existencias metálicas del país, que se elevan de 4.035 millones de dólares en Enero a 7.602 millones de dólares en Marzo, o sea un aumento de 3.567 millones de dólares.

En los meses siguientes sigue creciendo el stock metálico debido principalmente a las importaciones de oro. Entre el mes de Marzo y el mes de Diciembre de 1934, las tenencias aéreas se elevan en 589 millones de dólares.

El aumento total del stock metálico durante el año 1934, ascendió a 4.156 millones de dólares, o sea una cifra algo superior a las disponibilidades totales mantenidas a comienzos de dicho año.

5.- LA SUSPENSIÓN DE LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO Y LA EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES RUBROS DE LA RESERVA.

La Reserva Federal no realizó compra alguna de títulos públicos en el mercado abierto durante el año 1934, ni dispuso tampoco de la enorme cartera ~~de~~ que había acumulado en las distintas campañas de crédito fácil emprendidas en los últimos años.

La dilatación de las disponibilidades aéreas, hizo posible que los bancos accionistas redujeran a un mínimo sus descuentos en la Reserva llevándolos a un promedio de solo 10 millones de dólares en el mes de Diciembre de 1934 y elevaron nuevamente sus depósitos en la Reserva. Estos depósitos que llegaban a 2.764 millones de dólares en el mes de Enero de 1934, suben a 4.037 millones de dólares en Diciembre, o sea un aumento de 1.273 millones de dólares.

Con la revaluación del metálico ha entrado a jugar un papel preponderante la cuenta de Efectivo y Depósitos de la Tesorería en la Reserva. Esta importancia se debe a que el producido de la revaluación pasó a la Tesorería Federal, que estableció un Fondo de Estabilización de 2.000 millones de dólares, llevando el remanente a las cuentas ordinarias del Tesoro. Estas operaciones se reflejan en el rubro de Efectivo y depósitos de la Tesorería en la Reserva que ha pasado de 397 millones de dólares en Enero de

N. 45.- PRESTAMOS E INVERSIONES DE TODOS LOS BANCOS MIEMBROS DE LA RESERVA FEDERAL

Fechas	Préstamos a Bancos	Préstamos a Otros Clientes:			Préstamos al mercado abierto	Inversiones en:			Total de Prestamos garantiz. por acciones y bonos	Total de préstamos e Inversiones
		garantizados por acciones y bonos	Por títulos reales.	En Otra forma y sin garantizar		Total.	Titulos Publicos	Otros Titulos			Total
(En millones de dólares)										
<u>1931</u>										
Marzo	446	7.423	3.220	9.298	19.940	2.454	5.002	6.886	11.889	34.729
Junio	457	7.117	3.218	8.922	19.257	2.103	5.343	6.763	12.106	33.923
Setiembre.	599	6.842	3.149	8.722	18.713	1.563	5.564	6.635	12.199	33.073
Diciemb.	890	6.290	3.038	8.242	17.570	901	5.319	5.996	11.314	30.575
<u>1932</u>										
Junio	573	5.292	2.894	7.081	15.267	747	5.628	5.786	11.414	28.001
Setiembre.	457	5.086	2.885	6.527	14.497	970	6.366	5.755	12.121	28.045
Diciemb.	444	4.848	2.862	6.195	13.905	855	65 40	5.726	12.265	27.469
<u>1933</u>										
Junio	330	3.916	2.372	5.049	11.337	1191	6.887	5.041	11.928	24.786
Octubre	297	3.809	2.364	5.350	11.523	1.238	6.801	5.093	11.894	24.953
Diciemb.	287	3.772	2.359	5.184	11.315	1.231	7.254	5.132	12.386	25.220
<u>1934</u>										
Marzo	225	3.644	2.382	5.067	11.093	1.387	8.667	5.175	13.842	26.548
Junio	153	3.516	2.357	4.931	108804	1.566	9.137	5.515	14.652	27.175
Octub.	149	3.325	2.297	5.161	1 0.782	1.361	9.186	6.081	15.267	27.559
Dic.(p)	154	3.290	2.271	4.925	10.486	1.363	9.895	6.198	16.093	28.094

(p). Cifras Provisionales.

el cuadro N. 42.

Cabe señalar además que al revaluarse el dólar, se pasó todo el oro existente en la Reserva Federal a la Tesorería de acuerdo a la autorización conferida en la ley de Reservas Aúreas. La Tesorería entregó en pago del metálico una cantidad equivalente de certificados de oro, que solamente puede convertirse en metal amarillo cuando lo juzgara oportuno el Secretario del Tesoro.

La extraordinaria holgura del mercado monetario reflejada en el exceso de depósitos que mantienen los bancos accionistas en la Reserva y que a fines de Diciembre alcanzaba a 1.800 millones de dólares, se manifiesta asimismo en los bajísimos tipos de interés vigentes en el mercado, según puede verse en el cuadro N. 44.-

6.-LOS PRESTAMOS E INVERSIONES DE LOS BANCOS MIEMBROS DE LA RESERVA .

Este crédito sumamente fácil se transmite en 1934 a los préstamos e inversiones de los bancos miembros.

Si en lugar de tomar las estadísticas de los bancos miembros correspondientes a las 90 ciudades más importantes de los EE.UU. que ya conocemos, elegimos las informaciones más completas que se refieren a los préstamos e inversiones de todos los bancos afiliados al Sistema de la Reserva Federal, nos encontramos que entre los meses de Diciembre de 1933 y 1934, los préstamos e inversiones aumentan en 2.874 millones de dólares, lo que se debe primordialmente al aumento de las inversiones en títulos públicos que pasan de 7.254 millones de dólares en Diciembre de 1933 a 9.895 millones de dólares en Diciembre de 1934.

Estos 9.895 millones de dólares representaban en la fecha mencionada el 35 % de la deuda pública de los EE.UU. hecho que merece ser destacado al reflejar solo parcialmente la creciente absorción que realizan los bancos comerciales de los títulos de un gobierno que manifiesta un déficit enorme en sus cuentas presupuestales.- Véase Cuadro N. 45.

1.- LA PREDICA EN FAVOR DE LA REDUCCION DEL CONTENIDO METALICO DEL DOLAR .

La reducción del contenido metálico del dólar decretada por el Presidente Roosevelt el día 31 de Enero de 1934, en virtud de las autorizaciones contenidas en las leyes del 12 de Mayo de 1933 y del 30 de Enero de 1934, venía siendo discutida en los círculos bancarios desde tiempo atrás.

Ya a comienzos del año 1932, se hablaba con insistencia de la necesidad de reducir el peso del dólar para aliviar la situación angustiosa creada por la caída drástica de los precios que impedía la cancelación normal de las deudas contraídas en el período de prosperidad.

En un artículo escrito en ese entonces, desde la Universidad de Columbia decíamos que la modificación del precio oficial del Oro significa en buen romance la desvalorización del dólar, o en otros términos la modificación del contenido metálico del dólar, vale decir la reducción de la cantidad de granos de oro que contiene el dólar.

(1)

Maniféstabamos enseguida que tal medida traería ipso facto una modificación de la paridad del dólar, con las demás monedas extranjeras y que el objeto fundamental de tal procedimiento sería el de solucionar la enorme injusticia que existe actualmente entre las clases deudoras y acreedoras de la colectividad. La clase agraria - decíamos - se encuentra en enormes dificultades de pagar sus hipotecas y demás deudas a raíz de la enorme depreciación de los productos agropecuarios. Estas deudas han sido contraídas en períodos en que los precios eran enormemente superiores a los actuales, de modo que la cancelación de esas deudas con el dólar actual resulta sumamente difícil porque obliga al productor a ofrecer una cantidad mucho mayor de su producción con el fin de cumplir sus compromisos, que a su vez se refleja desfavorablemente en el mercado de produ-

(1). Véase: LA CONTROVERSI MONETARIA EN LOS ESTADOS UNIDOS, por Julio Broide, Reviste de Ciencias Económicas, Buenos Aires, 1932.

tos por la mayor presión de la oferta. Esta modificación del contenido metálico del dólar constituiría entonces un gran alivio para las clases deudoras y representaría la cancelación de una proporción apreciable de sus respectivas deudas.

En un análisis estadístico sobre las Deudas Internas de los EE.UU. que se ha realizado en 1933 bajo los auspicios del "Twentieth Century Fund Inc" (1) se manifiesta que la deuda total americana a largo plazo ha crecido de 75.000 millones de dólares en el año 1921 a 134.000 millones de dólares en el año 1932, y los servicios financieros de 4.953 millones de dólares a 7.910 millones de dólares. Como la población ha pasado de 110 millones de habitantes en 1921 a 125 millones millones de habitantes en 1932, la deuda per capita se ha elevado de 681,82 dólares en 1921 a 1.072 dólares en 1932. La reducción de la riqueza nacional americana ~~cu~~ ~~pas~~ pasa de 321.000 millones de dólares en 1921 a 300.000 millones de dólares en 1932, y la caída aún más intensa del rédito nacional de 66.000 millones de dólares en 1921 a 40.000 millones de dólares en 1932, explican claramente como las deudas que absorbieron el 23,4 % de la riqueza nacional en el año 1921, insumían el 44,7 % de dicha riqueza en 1932. Si se toma los servicios de la deuda relacionándolos con el índice/repre-^{más}sentativo del rédito nacional, la proporción pasa del 7,0 % en 1921 al 19,8 % en 1932.

Las estadísticas que acaban de mencionarse no incluyen las deudas a corto plazo, que han adquirido también un gran desarrollo, por considerarse que es justamente la enorme discrepancia producida en los últimos años entre el acrecentamiento de la deuda privada a largo plazo y la reducción del rédito nacional la que ha gravitado en la sanción de diversas medidas legislativas, que han culminado con la reducción del contenido metálico del dólar ocurrida a fines de Enero de 1934.

(1). Véase: THE INTERNAL DEBTS OF THE UNITED STATES, edited by Evans Clark, published for Twentieth Century Fund, Inc. New York, 1933, páginas 3 y siguientes.

nombres de todas aquellas personas que hubieran retirado en los últimos meses oro o certificados de oro de un banco cualquiera, y que no lo hubieran devuelto antes del 13 de Marzo.

El 9 de Marzo de 1933 se autorizó al Secretario del Tesoro a requerir de los particulares la entrega al Departamento de Hacienda de todo el oro amonedado o en lingotes, así como de los certificados de oro que tuvieran en su poder; en pago del cual recibirían una suma equivalente en cualquier otra clase de moneda acuñada o emitida en los EE.UU.

El 5 de Abril un decreto del P.E., prohibió el atesoramiento del oro amonedado y en lingotes y de los certificados de oro por sumas superiores a 100 dólares. Las cantidades que excedieran de ese valor debían mandarse a los Bancos de Reserva Federal. El 28 de Diciembre de 1933 se eliminó este límite de 100 dólares, obligándose a hacer entrega de todo el oro amonedado en poder de los particulares.

Estas diversas medidas tomadas respecto al atesoramiento se vieron acompañadas por otras referentes al control del movimiento del oro.

Las proclamas del 6 y 10 de Marzo de 1933, prohibieron la exportación del oro amonedado, en barras o certificados de oro salvo que mediara autorización del Secretario del Tesoro.

El 13 de Abril, el Secretario del Tesoro autorizó a pedido de un banco miembro, la exportación de cerca de 600.000 dólares de oro en lingotes destinados a Holanda, y en los días 15, 16 y 17 de Abril concedió nuevos permisos para embarcar a Francia nueve millones de dólares en barras. Estas autorizaciones de exportar oro fueron interrumpidas el 18 de Abril, no obstante acusar el dólar una evidente flojedad en el mercado de cambios y el 19 de Abril se anunciaba oficialmente que no se concederían más permisos para enviar oro al extranjero.

4.- LA SUSPENSIÓN DEL PATRÓN ORO Y EL RELATO DE Mr. ROOSEVELT.

Todas estas series de decretos culminaron con la resolución del 20 de Abril de 1933 por la que se prohibía en forma definitiva la exportación de oro con excepción del metálico que se en-

contraba en esos momentos en custodia por cuenta de los gobiernos y bancos centrales extranjeros y del Banco de Ajustes Internacionales.

El relato oficial de esos momentos de la historia monetaria de los EE.UU. es sin duda interesante.

La mañana siguiente-- cuenta Mr. Roosevelt en su último libro-- vino a verme el Secretario del Tesoro. Tanto él como yo estábamos muy contentos de haber cortado el nudo gordiano. Su cara estaba sonriente. Yo lo miré y le dije: Señor Secretario: Hay muy malas noticias para usted. Tengo que anunciarle el hecho serio de que los EE.UU. han abandonado el patrón oro. Mr. Woodin es un buen sportman. Crispó sus manos, abrió desmesuradamente los ojos y exclamó: Cielos, ¿qué más después de esto. (1)

Desde este momento el dólar empieza a fluctuar en el mercado internacional de cambios y sufre una depreciación importante respecto a las monedas regidas por el patrón oro.

5.-LA OPINION DEL PROFESOR ANGELL .

Es claro que el embargo del metal amarillo no se explicaba por la posición de las existencias aureas del país que permitían resistir con entereza cualquier amago de reflujo aéreo.

El Profesor James W. Angell de la Universidad de Columbia al referirse al abandono del patrón oro, sostiene que si bien es cierto que las exportaciones de oro de esos momentos eran grandes, ellas no habían llegado a ser peligrosas. Cuando se abandonó el patrón oro -- dice el Profesor Angell-- los bancos de la Reserva Federal poseían aún alrededor de 2.700 millones de dólares de oro, que constituían la cuarta parte de las existencias aéreas del mundo y su encaje metálico excedía a la garantía legal mínima al llegar al 45,6 %. Es pues completamente lógico según el Profesor de Columbia considerar el abandono del patrón oro como una parte del programa general de inflación de la moneda y del crédito que empezó a desarrollarse en ese entonces en los EE.UU. (2)

(1). Véase: ON OUR WAY, by Franklin D. Roosevelt, N.York 1934, pag. 61.

(2). Véase: GOLD, BANKS AND THE NEW DEAL, by James W. Angell, in Political Science Quarterly, Columbia University, December 1934, paginas 486 y 487.

La suspensión del patrón oro intensificó la propaganda de aquellos grupos económicos que vanían sosteniendo desde tiempo atrás la necesidad de reducir el contenido metálico del dólar.

El superávit que registraba en esos momentos el balance de pagos de los EE.UU. demostró bien pronto que el abandono de la convertibilidad no bastaría para depreciar el dólar en la proporción exigida por esas fuerzas inflacionistas. Si la evolución natural del mercado de cambios no bastaba para reducir el valor del dólar en una cantidad substancial, era necesario hacerlo deliberadamente, autorizando al Presidente de la República a disminuir su contenido metálico en una proporción determinada.

6.- LA LEY INFLACIONISTA DEL MES DE MAYO DE 1933.

Es lo que vino a cumplir la ley del 12 de Mayo de 1933 (A.A. A. Farm Relief and Inflation Act), al permitir al Presidente de la República a reducir el contenido metálico del dólar hasta el 50 % de su valor legal.

La ley inflacionista del 12 de Mayo de 1933 otorgaba además nuevos poderes al presidente entre los que se encontraba: 1° la de poder ordenar a la Reserva Federal por intermedio del Secretario del Tesoro a comprar títulos públicos en el mercado abierto hasta un valor de 3.000 millones de dólares; 2° la de efectuar la emisión de papel moneda sin respaldo metálico al uno por valor de 2.000 millones de dólares (green-backs), si es que una vez realizadas esas compras de títulos públicos, el Presidente creyera oportuno realizar tal emisión, y 3° la de aceptar en pago de las deudas de guerra, la plata proveniente de los países extranjeros hasta un monto de 200 millones de dólares por un plazo de seis meses y al tipo de 50 centavos de dólar la onza, que permitiría la circulación de una cantidad equivalente de monedas de plata.

7.- LA ABROGACION DE LA CLAUSULA AUREA

Esta ley del 12 de Mayo de 1933, daba pues el primer paso hacia la desvalorización definitiva del dólar. El asunto monetario había pasado del terreno polémico a la sanción legislativa, y el único problema que se suscitaba en esos momentos era el de considerar la situación producida en los contratos que mantenían la

cláusula áurea.

Dicha cláusula oro constituía un verdadero tropiezo para hacer efectiva la voluntad legislativa, al impedir que el alivio producido por la devaluación de la divisa norteamericana, se sintiera en todos los sectores económicos del país.

El mantenimiento de la cláusula áurea -- decíamos en el año 1932-- traería ~~ya~~ una situación de injusticia entre los mismos deudores, pues mientras unos podrían liberarse de una proporción de sus deudas pagándolas en el nuevo dólar de menor peso áureo, los otros deudores sujetos a la cláusula áurea, deberían cumplir sus obligaciones pagando en el dólar antiguo estipulado en esos contratos. (1)

La abrogación de la cláusula áurea fué entonces una medida que se consideró necesaria para llevar a cabo los planes del gobierno demócrata. Dicha anulación fué sancionada por el congreso americano el día 5 de Junio de 1933, cuando abrogó respecto a todas las obligaciones pasadas y futuras, cualquier disposición que otorgara al poseedor del título el derecho de exigir su pago en oro o en una suma de dinero equivalente.

8.- LA CONFERENCIA ECONOMICA INTERNACIONAL DE LONDRES Y EL MENSAJE DEL PRESIDENTE ROOSEVELT.

Todas estas medidas y especialmente la posibilidad de reducir en cualquier momento el contenido metálico del dólar, constituyeron un obstáculo insalvable para que la Conferencia Económica Internacional de Londres- en ese entonces reunida-- pudiera arribar a resultados prácticos respecto a la estabilidad monetaria mundial.

El Presidente Roosevelt tuvo ocasión de enunciar en esa oportunidad el plan de acción monetaria en que estaba interesado el gobierno de los EE.UU.

En el Mensaje telegráfico transmitido el 5 de Julio de 1933 a la Delegación Americana de la Conferencia Económica Internacional, manifestaba el Presidente Roosevelt, que la revaluación

(1). Véase: LA CONTROVERSIA MONETARIA EN LOS ESTADOS UNIDOS, por Julio Broide, Revista de Ciencias Economicas, Buenos Aires, Agosto de 1932, página 491.

del dólar en función de los productos americanos, constituía un objetivo del que no podían ser distraídos ni el gobierno ni el pueblo de los EE.UU. Estamos interesados en los precios de los productos americanos, decía Roosevelt. No es ni puede ser nuestra preocupación inmediata el valor futuro del dólar respecto a las monedas extranjeras. El valor de cambio del dólar dependerá en última instancia del éxito que obtengan los otros países en su política de elevación de los precios internos expresados en sus respectivas monedas nacionales, de modo/^{tal} que ese valor no puede ser determinado con anticipación al conocimiento de ese hecho.

Decía más adelante el Presidente Roosevelt que el primer deber era el de restablecer los precios a un nivel en que la industria y especialmente la agricultura, pudieran funcionar en forma eficiente y fructífera, y el segundo deber era el de asegurar la estabilidad de dicho ajuste, una vez que fuera conseguido. (1)

En este mensaje ya estaba expuesta con claridad la política monetaria del Presidente Roosevelt, cuyo objetivo final era el de obtener una elevación de los precios en el mercado nacional, haciendo caso omiso de las fluctuaciones que se produjeran en el valor externo del dólar.

9.9 LAS COMPRAS DE ORO EN EL MERCADO NACIONAL E INTERNACIONAL

La compra ulterior de oro en los EE.UU. y en el extranjero, no vino sino a ratificar plenamente esta política, tendiente a obtener una depreciación del dólar con el fin de conseguir un alza de los precios en el mercado interno.-

Escribiendo sobre este punto unos meses atrás, decíamos que el problema de la suspensión del patrón oro había traído diversas dificultades a los productores del metal amarillo. Mientras regía la libre conversión metálica todo productor de oro que quería vender su mercancía obtenía del Tesoro americano el equivalente fi-

(1). Véase: CURRENT MONETARY ISSUES, by Leo Pasvolaky, Washington D.C. The Brookings Institution, 1933, paginas 161 y 162.

jo en dólares que establece la ley. Esta suma constante era justa y equitativa ya que el dólar era una moneda convertible en oro en todo momento y circunstancias a ese tipo dado. Pero tan pronto como se abandonó la convertibilidad, los productores de oro sostuvieron que era arbitrario que el gobierno les siguiera pagando una cantidad constante de dólares que no eran los mismos dólares antiguos. En otros términos, los mineros sostenían el derecho de recibir una cantidad variable de dólares, que estuviera en proporción con la depreciación monetaria, pues mientras todos los productos que se comerciaban en el mercado nacional habían recibido en mayor o menor grado el estímulo de la desvalorización del dólar, expresada en precios más altos, el oro seguía cotizándose al tipo fijo establecido por la ley.

Una situación de esta naturaleza disminuiría la producción del oro al resultar poco remuneradora su extracción, debido al mayor costo de explotación que no se compensaría por el precio constante pagado por el mineral. (1)

Para hacer frente a esta situación el Poder Ejecutivo dictó el 2 de Agosto de 1933 un decreto por el que se permitía vender en el mercado mundial, el oro que se obtuviera desde ese momento de las minas norteamericanas. Ese oro debía consignarse al Secretario del Tesoro el que efectuaría las ventas correspondientes por intermedio de los bancos de Reserva Federal o de otros agentes que designara a tal fin. Estas operaciones duraron alrededor de dos meses.

En efecto, el día 22 de Octubre de 1933, en un mensaje radiotelefónico dirigido al país, el Presidente Roosevelt dió a conocer su intención de ampliar las compras de oro al mercado internacional. El día 25 de Octubre el Presidente dicta un decreto por el que se autoriza a la Corporación de Reconstrucción Financiera a adquirir oro pagándolo con sus propios debentures a 90 días de plazo.

(1). Véase: LA POLÍTICA ECONOMICA-MONETARIA DEL PRESIDENTE ROOSEVELT por Julio Broide, Facultad de Ciencias Económicas Instituto de Economía Bancaria, Buenos Aires, 1934, páginas 15 y 16.-

Dice la Memoria Anual del Consejo de la Reserva Federal de la cual tomamos estos datos que el precio inicial que fué superior a la cotización mundial, se elevó diariamente con pequeñas interrupciones hasta mediados del mes de Noviembre de 1933. Desde esta fecha hasta principios de Diciembre hubo solo cinco cambios, y solo una modificación ulterior hasta el momento en que el dólar fué devaluado el día 31 de Enero de 1934. (1).

10.- RESULTADOS DE LA POLITICA DE COMPRAS DE ORO /

Esta política de compras de oro, al depreciar el signo monetario americano, no logró elevar los precios internos en la proporción que esperaban los que la habían suspirado, según lo verifica el Dr. Benjamin M. Anderson del Chase National Bank of New York, al mostrar como en el período de mayor depreciación monetaria (22 de Octubre- 25 de Noviembre de 1933), los precios subieron en tan solo 0,9 % en tanto que el valor del dólar respecto al franco oro se redujo en 10,7 %. (2).

El Dr. Leo Pasvolsky del Instituto Brookings de Washington, manifiesta al respecto que no puede sostenerse que una determinada depreciación de la moneda traiga un aumento preciso en el nivel general de precios. El aumento que ocurre no es general u horizontal, en caracter, ni representa un ajuste automático de todos los precios a las alteraciones en la cotización del oro. Las modificaciones de precios comienzan en las mercancías de tráfico internacional y aún en estas circunstancias los cambios producidos no siguen estrechamente a la depreciación monetaria. Su efecto en el nivel general de precios y costos internos, es indirecto, y en el mejor de los casos de caracter lento. La extensión en que podrá elevarse el nivel general de precios en el mercado na-

(1). Véase: Twentieth annual report of the Federal Reserve Board, covering operations for the year 1933, paginas 28 y 29

(2). Véase: On the practical impossibility of a commodity dollar, by Benjamin M. Anderson (Chase Economic Bulletin, December 13, 1933, paginas 17 y 18.)

cional depende de una gran cantidad de factores de caracter comercial y fiscal , que impiden precisar la influencia específica que tiene la depreciación monetaria en el movimiento de los precios

Dice enseguida el Dr. Rasvolsky que una vez que se haya logrado un determinado nivel de precios, no existe ninguna evidencia que desde ese momento dicho nivel pueda ser automáticamente controlado mediante una alteración en el precio del oro.

La teoría supone que el nivel de precios de las mercancías cambia en proporción directa a las oscilaciones en el precio del oro, y que dichas modificaciones representan una revaluación automática de dichas mercaderías, lo que no ocurre en la práctica según lo demuestra el análisis realizado en diversos países en que no ha logrado verificarse ~~en~~ esa premisa. (1)

11. LA REVALUACION DEL ORO. LA LEY DE RESERVAS AUREAS DE 1934 Y LOS LIMITES DE LA REVALUACION .

A las compras de oro en el mercado nacional e internacional sucedió la Ley de Reservas Aureas de 1934 (sancionada el 30 de Enero de 1934, que dió al gobierno la posesión de todas las existencias metálicas del país, incluyendo las ~~en~~ mantenidas por los Bancos de Reserva Federal. La ley autorizó al gobierno a pagar por ese metálico con certificados de oro. Además se volvió a autorizar al Presidente a revaluar el dólar en una proporción no mayor del 60 % de su contenido metálico anterior. Como por la ley del 12 de Mayo de 1933, la revaluación podía hacerse hasta el 50 % de valor primitivo , el Presidente tenía a fines de Enero de 1934, la mitad la posibilidad de revaluar el dólar entre el 50 y el 60 % del peso legal anterior. La ley de Reservas Aureas prohibía además la acuñación de monedas de oro y disponía que los certificados de oro que se entregaran a los Bancos de Reserva Federal fueran únicamente convertibles en oro en barras, en la cantidad y oportunidad que el Secretario del Tesoro juzgara necesaria para mantener la igualdad del poder adquisitivo de todas las clases de moneda existentes en los EE.UU. La prohibición de acuñar o entregar nuevas monedas de oro, estaba ligada a la obligación de retirar todas las monedas de oro que circularan en los EE.UU. y a transformarlas

en oro en lingotes.

12.- EL FONDO DE ESTABILIZACION Y LA POSICION DE LA TESORERIA

AMERICANA.

Al autorizar la ley la revaluación del dólar no olvidó fijar el destino de dicha revaluación. El Congreso no puso en duda el derecho del gobierno de apropiarse del producido de la revaluación del oro, pero consideró prudente fijar en forma expresa su distribución al disponer en la sección 10 de la ley, la creación de un Fondo de Estabilización de 2.000 millones de dólares destinados a la estabilización del dólar mediante la posibilidad de operar en el mercado abierto en oro, cambio extranjero y títulos públicos.

En virtud de la autorización contenida en la Ley de Reservas Auras de 1934, (Gold Reserve Act of 1934) el Presidente Roosevelt fijó en un decreto fechado el 31 de Enero de 1934, el contenido metálico del dólar en ~~15~~ 15 5 /21 granos de 900/1000 de fino en lugar de los 25,8 granos que contenía el dólar anterior vale decir, revaluó el dólar al 59,06 % de su paridad primitiva. Este decreto no tiene carácter definitivo, al reservarse el Presidente el derecho de alterarlo o modificarlo cuando los intereses de los Estados Unidos así lo requirieran. De acuerdo a la ley, el Presidente tiene aún la posibilidad de disminuir hasta el 50 % el contenido metálico del dólar.

Esta fijación transitoria del valor del dólar ha hecho que la Tesorería de los EE.UU. se comprometiera desde el 1 de Febrero de 1934 a adquirir todo el oro que le fuere ofrecida al precio de 35 dólares la onza, en lugar del precio legal anterior de 20,67 dólares la onza, así como la de vender el oro para su exportación a los bancos centrales extranjeros, toda vez que el cambio exterior del dólar respecto a las monedas regidas por el patrón oro llegara al punto de exportación del metálico.

La revaluación del dólar al 59,06 % de su valor primitivo, produjo 2.808 millones de dólares que sirvieron para constituir el Fondo de Estabilización de 2.000 millones de dólares requerido por la Ley de Reservas Auras, el que es manejado por el

Secretario del Tesoro de los EE.UU. El saldo de 808 millones de dólares ingresó a la Tesorería General. (1)

13.- LA OPINION DEL DOCTOR BURGESS SOBRE LA LEY DE RESERVAS AUREAS DE 1934.

Las posibilidades monetarias y de crédito de la Ley de Reservas Auras de 1934 , han sido analizadas en una forma clarísima por el Dr. W. Randolph Burgess del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, en su comparendo del día 20 de Enero de 1934 , ante la Comisión de Bancos y Moneda del Senado americano. (2).

El Dr. Burgess sostuvo en ese entonces que el producido

(1). El probable funcionamiento del Fondo de Estabilización y la repercusión de sus operaciones en la estructura de crédito de los EE.UU. ha sido explicada por el Midland Bank en la siguiente forma. Imaginemos - dice el Boletín del Banco mencionado- a un funcionario de la Tesorería encargado del Fondo de 2.000 millones establecido con parte de la utilidad de la desvalorización. Cuando considere oportuna la ocasión de comprar moneda extranjera o títulos de deuda federal norteamericana, le ordena a alguien , banquero o comisionista que compre en su nombre. Hecha la compra , la paga en un giro contra la Tesorería, que queda en poder de un miembro del público. Este lo entrega a un banco comercial, que a su turno lo pasa a un banco de Reserva Federal. De esta manera, el Banco comercial ve aumentar en sumas iguales sus depósitos y sus encajes. El Banco de la Reserva remite el giro a la Tesorería y recibe su pago en certificados de oro emitidos sobre el sobrante de oro que ha resultado de la revaluación. Entonces el el pasivo del Banco de Reserva Federal aumenta bajo el rubro de Depositos de los Bancos asociacionistas en el Sistema, con un aumento igual en sus reservas de certificados de oro. Estos resultados sobrevienen únicamente en la medida en que la Tesorería emplee su fondo de 2.000 millones de dólares, para comprar moneda extranjera y títulos de la deuda pública. Nadie puede asegurar que todos los 2.000 millones se agregaran a los depósitos bancarios, ni a los encajes de los bancos, ni a las reservas de certificados de oro de los Bancos de Reserva Federal y por otra parte, en el momento en que la Tesorería venda cualquier porción de sus adquisiciones en moneda extranjera o en títulos de deuda pública, los efectos serán exactamente inversos. (Véase :Boletín del Midland Bank , marzo- abril de 1934, artículo denominado Gold and Money , páginas 1 a 5).

(2). Véase: GOLD RESERVE ACT OF 1934. Hearings before the Committee on Banking and Currency, United States Senate, Seventy third congress, Washington 1934, testimonio denominado: Statement of W. Randolph Burgess, deputy governor , Federal Reserve Bank of New York, New York City paginas 235 a 239.

de la revaluación oscilaría entre 2.700 millones de dólares en el caso de una devaluación del 40 % y 4.000 millones de dólares en el caso de una desvalorización del 50 %. Según Burgess, la ley de devaluación es desde el punto de vista potencial, equivalente a la importación de una suma idéntica de oro. Sobre la base de este oro puede establecerse una gran expansión del crédito que oscilaría entre 27.000 millones de dólares y 40.000 millones de dólares según fuera el porcentaje de revaluación utilizado. Cualquiera de estas cifras duplicaría el volumen de crédito bancario existente en E.^U. Desde luego que una expansión de crédito de esta importancia no se realizaría en forma inmediata y automática. La expansión del crédito --- dice Burgess--- se produce únicamente como resultado de cientos de miles de actos de los funcionarios bancarios cuando realizan préstamos e inversiones, y la expansión del crédito surge no solamente del total de reservas bancarias disponibles, sino también de las múltiples influencias que determinan el momento en que los prestatarios individuales solicitan el crédito y los bancos se los otorgan.

Después de manifestar el Dr. Burgess, que las exageraciones del "boom" reciente, surgieron en gran parte del crédito desmesurado que fué estimulado por las importaciones aéreas de cerca del 500 millones de dólares dice que el plan de devaluación propuesto produciría una suma aproximadamente doble a la mencionada. Esta suma se añadiría a las existencias metálicas actuales, que fueron lo suficientemente grandes como para sostener los emeses del año 1929. Se encuentra aquí justamente --- según Burgess--- un grave peligro potencial que fué considerado por los que redactaron el proyecto, al establecer un método ingenioso de esterilizar el oro. En efecto, el proyecto dispone que 2.000 millones de dólares provenientes de la devaluación no serán utilizados en los gastos ordinarios del gobierno, sino que formaran un fondo de estabilización que será gastado por el Secretario del Tesoro solamente cuando fuere requerido para estabilizar el valor de

cambio del dólar o para la compra de títulos gubernamentales.

Dice enseguida el Dr. Burgess que las disposiciones referentes a los gastos de este fondo son los más importantes del proyecto, porque toda vez que se realice un gasto con los dineros del fondo, el mercado monetario reaccionaría en una forma similar a la producida por las importaciones de oro. Esto es cierto, ya sea que los gastos sean hechos para la compra de cambio extranjero, de títulos gubernamentales, o para cualquier otro fin.

Para Burgess, no es este un punto de peligro inmediato, pero dentro de las posibilidades futuras, existen dos cuestiones que deben ser consideradas, a saber, si es adecuado el control de los gastos del fondo y según, sino se pueden surgir conflictos entre las decisiones a que arribe el Secretario del Tesoro al realizar las operaciones del Fondo de Estabilización y la Reserva Federal, sobre la que pesa la responsabilidad primaria de las condiciones generales del crédito del país.

En este punto de su análisis, el Dr. Burgess, hace una consideración de suma importancia al referirse a la facultad que tiene el Secretario del Tesoro de autorizar las operaciones del Fondo de Estabilización. Dice Burgess, que no es difícil concebir una situación en que el Sistema de la Reserva Federal decidiera realizar una política de mercado abierto, exteriorizada en la venta de 500 millones de dólares en títulos públicos a los efectos de elevar las tasas monetarias e impedir la expansión del crédito. Bastaría que en esas circunstancias, el Secretario del Tesoro dispusiera de 500 millones de dólares del Fondo de Estabilización para neutralizar completamente la influencia del Sistema de la Reserva Federal. El peligro estribaría entonces -- según Burgess -- en esta intervención del Secretario del Tesoro, que no sería siempre la misma persona, que pudiera apreciar los peligros emergentes del uso de ese fondo.

El Secretario del Tesoro, es después de todo un funcionario político, que se encuentra siempre presionado por las fuerzas que solicitan el crédito fácil y la expansión.

El Dr. Burgess creía en definitiva que si no se establecían salvaguardias apropiadas, podrían desaparecer los propósitos de la ley de Reserva Federal, al establecerse un verdadero organismo competidor en el control del crédito.

Que el Dr. Burgess, no se equivocaba en este pronóstico lo ha venido a demostrar la propia situación a que ha llegado la Reserva Federal, según hemos tenido ocasión de comprobarlo al estudiar la política de crédito del Sistema en el bienio 1933-34.

14.-LAS MEDIDAS REFERENTES A LA PLATA

Acabamos de ver en forma rápida las diversas medidas tomadas en los años 1933 y 1934 respecto al oro. Nos corresponde ahora analizar la política de Roosevelt respecto a la plata.

Ya nos hemos referido anteriormente a la ley inflacionista del 12 de Mayo de 1933, que contenía ciertas disposiciones sobre el metal blanco. Fué esta la primer medida adoptada en el gobierno de Mr. Roosevelt que tendía a mejorarlas perspectivas de la plata. Por dicha ley se autorizaba al Presidente a fijar la relación del dólar de plata con respecto al oro; a proveer la acuñación ilimitada de plata y a aceptar durante seis meses el pago de las deudas internacionales en la forma de metal blanco, a razón de cincuenta centavos de dólar por onza de plata.

15.- LA RATIFICACION DEL ACUERDO DE LONDRES SOBRE LA PLATA.

La segunda medida se refiere a la ratificación del acuerdo londinense sobre la plata, que decretó el Presidente de los EE.UU el día 21 de Diciembre de 1933.

En el acuerdo de Londres del 20 y 22 de Julio de 1933, en que participó los EE.UU. los delegados de 66 gobiernos adoptaron una resolución por la cual cesarían de desmonetizar o reducir las monedas de plata; reemplazarían dentro de lo posible el papel moneda de pequeñas denominaciones por las monedas de plata y evitarían la sanción de cualquier medida legislativa que tendiera a perjudicar la situación del metal blanco

Los representantes de los EE.UU. Mejico, Canadá, Australia Y Perú como productores y los de la India, China, y España como poseedores de plata, firmaron además un acuerdo de cuatro años,

por el cual la India no vendería más de 35 millones de onzas anuales , y las naciones productoras absorberían un monto equivalente de plata para fines monetarios.

La ratificación americana del acuerdo londinense realizada el 21 de Diciembre de 1933, autorizaba a las casas de moneda a recibir durante el término de cuatro años toda la plata producida en los E^U. a una tasa legal de acuñación de 1,29 dólares por onza, pero estableciéndose la retención de un 50 % como señoreaje y gastos varios, y entregándose al propietario 64,5 centavos americanos por onza de plata. La cuota anual que compraría los EE.UU sería según el acuerdo de 24.421.410 onzas.

16.-LA LEY DE COMPRA DE PLATA DE JUNIO DE 1934.

Pasan desde ese entonces varios meses, hasta que se dicta la Ley de Compra de Plata (Silver Purchase Act), del 19 de Junio de 1934. Por esta ley se declara ser la política del gobierno de los EE.UU. la de aumentar la proporción de la plata respecto al oro en las existencias monetarias del país, con el objetivo final de tener y mantener en plata la cuarta parte del valor monetario de dichos stocks. El Secretario del Tesoro está autorizado a comprar plata en el mercado local y en el extranjero para cumplir los fines de la ley a las tasas y en las circunstancias que considere más ventajosas para el país. La ley autoriza asimismo a la Tesorería a vender la plata cuando sus existencias sobrepasen la proporción fijada por la ley. Se establece además la emisión de certificados que tengan como respaldo el metal blanco que vaya acumulando el gobierno.

La sanción de esta ley produjo una ligera reacción en el mercado. Dice George Albert Smith Jr. en un artículo publicado en la Revista de Negocios de Harvard (1), que los especuladores se desilusionaron un poco al ver que solo se pagaba 50 centavos americano

(1). Véase el artículo denominado : SILVER ,ITS STATUS AND OUTLOOK by George Albert Smith Jr. in Harvard Business Review, Volume XIII, Number 1, October 1934, páginas 44 y siguientes.

283

por la onza de plata; que se establecía un impuesto del 50 % sobre las ganancias especulativas y que no se indicaba en la ley ni la velocidad ni la cantidad de plata que adquiriría la Tesorería americana.

Al referirnos en otra oportunidad a la importancia de esta ley dijimos que la medida ha sido criticada entérminos generales, sosteniéndose que la compra de la plata no promoverá una recuperación sana de los negocios; que el restablecimiento del bimetalismo será perjudicial para el país y que una elevación en el precio de la plata no beneficiará materialmente a la industria local ni a la agricultura, como tampoco al comercio exterior de los EE.UU. ya que según algunos economistas, es una mera prima a los productores de plata sancionada por razones de orden político. (1)

17.- LA NACIONALIZACION DE LA PLATA.

El 9 de Agosto de 1934, el gobierno enunció la política de nacionalizar toda la plata sin elaborar retenida en el mercado nacional, otorgado a sus poseedores un plazo de 90 días para su entrega a la Casa de Moneda. En esta disposición no se incluye ni la plata acuñada ni tampoco la elaborada. La plata nueva extraída de las minas, sería comprada como de costumbre al precio de 64,5 centavos americano la onza. La medida afectó simplemente a los especuladores que aún retenían la plata en lingotes, que tuvieron que venderla al gobierno al precio de cincuenta centavos de dólar la onza.

18.- REPERCUSION DE ESTAS MEDIDAS EN EL MERCADO INTERNO Y MUNDIAL. EL CASO DE CHINA.

Al comentar estas medidas decía el Boletín del National City Bank de Nueva York del mes de Setiembre de 1934, que el circulante adicional que se lanzaría al mercado de acuerdo a esa política de nacionalización sería pequeño. Suponiendo que el stock privado de plata sujeto a la orden de nacionalización del gobierno

(1). Véase: La política económica-moneteria del Presidente Roosevelt, Facultad de Ciencias Economicas, Instituto de Economía Bancaria, Buenos Aires, 1934, página 18.

ascendiera a 100 millones de onzas, su apropiación a razón de cincuenta centavos la onza, significaría la emisión de alrededor de 50 millones de nueva moneda. Si a esta suma se añadiera la emisión de los certificados de plata correspondientes a los 62 millones de onzas en poder de la Tesorería, emisión que se haría al tipo de acuñación legal de 1,29 dólares por onza, y que representaría un valor de 80 millones de dólares en certificados de plata, se tendría un valor de ¹³⁰ ~~82~~ millones de dólares en certificados de plata. Esta suma no afectaría mayormente la situación monetaria del país, si se tiene en cuenta que el total de moneda en circulación asciende a 5.300 millones de dólares, o sea que el circulante adicional representaría tan solo el 2,5 % del total de moneda existente en los EE.UU. (1).

Una opinión similar existía en los círculos financieros europeos, a juzgar por la opinión de la revista inglesa The Economist (2) que sostenía que mientras las compras se circunscribieran al mercado local, el aumento de la circulación sería pequeño. Pero el órgano financiero británico dudaba que esas compras se restringieran al mercado interno, al sostener que las compras ~~se~~ no se limitarían al mercado nacional sino que se dirigirían al mercado internacional, estribando en ello justamente el carácter inflacionista de la medida adoptada por el gobierno americano.

Esta suposición no tardó en materializarse al iniciar el gobierno americano fuertes compras de plata en el mercado mundial. Estas adquisiciones no tardaron en perturbar fuertemente la situación de la China, que se vio afectada por las continuas exportaciones de metal blanco, que al intensificarse la obligaron a decretar un verdadero embargo sobre la plata.

No cabe duda alguna que la intervención del gobierno norteamericano, en el mercado internacional de la plata, ha incidido intensamente sobre la economía china que en estos momentos está pasando por un período de deflación aguda a raíz del alza del precio del metal blanco, producido por la política oficial de los EE.UU.

(1). Véase : Bulletin of the National City Bank, of N. York, September 1934, pag. 134.

(2). Véase : The Economist, London, Agosto 19 1934, página 312.

19.- LAS OPERACIONES DE LA TESORERIA AMERICANA Y LA EVOLUCION DEL CIRCULANTE DE PLATA EN 1934.

Las diversas medidas tomadas por el gobierno de los EE.UU. respecto a la plata, se manifiestan en los siguientes guarismos. Según el informe anual de los expertos Handy and Harmon que contiene estadísticas sumamente satisfactorias sobre las transacciones argentíferas, las operaciones de plata de la Tesorería durante el año 1934, alcanzaron a una cifra aproximada de 21 millones de onzas de la producción interna, a 111 millones de onzas obtenidas bajo el decreto de nacionalización y a 185 millones de onzas adquiridas en el mercado local y en el extranjero o sea un total general de 317 millones de onzas. (1)

En punto al circulante de plata cabe decir que los certificados de plata en circulación en los EE.UU. han aumentado de 391 millones de dólares en Enero de 1934, a 592 millones de dólares en Diciembre del mismo año, o sea un incremento de 201 millones de dólares, mientras que la moneda subsidiaria de plata ha crecido en el mismo período en 27 millones de dólares y los dólares de plata "standard" en 3 millones de dólares, o sea un aumento total en el circulante de plata de 231 millones de dólares en el curso del año 1934. (2)

.....
.....
.....
.....
.....
.....
.....
.....
.....
.....

(1). Dice el Economist de Londres, que las cifras que se refieren a las compras de plata en el mercado interno, pueden ser bajas, al considerarse que la Oficina de Minas de los EE.UU. informa sobre una producción de 21.384.218 onzas, para el año 1934, o sea una cifra superior a la que se suponía generalmente. Véase The Economist, London, January 26, 1935, pagina 176.

(2). Véase : FEDERAL RESERVE BULLETIN, Washington, January 1935, página 15. Cuadro denominado "Kinds of money in circulation".

C A P I T U L O S E X T OA N O T A C I O N E SF I N A L E S

.....

La sanción de la Ley de Reserva Federal en el año 1913, hizo cifrar muchas esperanzas en el perfeccionamiento del Sistema bancario de los EE.UU.

La crisis violenta del año 1907 había sido eleccionadora al demostrar la necesidad de establecer el redescuento en una forma orgánica y de centralizar las reservas de los bancos en una organización a la que pudieran acudir en momentos de apremio.

Las dificultades de ese entonces, señalaron asimismo el carácter rígido del circulante que no respondía a las necesidades estacionales de los negocios.

I.- LA LEY DE RESERVA FEDERAL DE 1913 Y LA CENTRALIZACION DE LOS ENCAJES BANCARIOS.

La ley de Reserva Federal trató de eliminar estos inconvenientes con la centralización de los encajes bancarios y el establecimiento del papel elegible para el redescuento, que traería la elasticidad del numerario que emitiera el Sistema.

La centralización de las reservas bancarias no fué completa debido a que las prácticas políticas de los EE.UU. reflejadas en un excesivo celo regionalista por los bancos estatales, afectó las disposiciones de la ley al establecer únicamente la afiliación obligatoria en el Sistema de los bancos nacionales.

Como los EE.UU. se caracterizan por la existencia de un número enorme de bancos, esta falta de aglomeración coercitiva de todos los bancos americanos en la Reserva Federal, impidió que muchos bancos estatales pequeños, pudieran obtener los beneficios que suministraba el Sistema &-

A más de veinte años de la implantación de los bancos de la Reserva Federal, el problema de la adhesión de todos los bancos americanos al Sistema, sigue siendo un objetivo al que forzo-

samente deberá llegarse si es que se desea que las facilidades otorgadas por el Banco Central beneficien a toda la comunidad americana.

II.- LA TEORIA DEL PAPEL ELEGIBLE Y LA POLITICA DE CREDITO DE LOS BANCOS COMERCIALES.

La ley de Reserva Federal del año 1913 trató de establecer en forma clara los requisitos del papel elegible para el redescuento. Los bancos de Reserva redescantarían únicamente el papel elegible que le presentaran los bancos miembros del Sistema, el que sería llevado al Banco Central, cuando lo requirieran las necesidades de los negocios. El redescuento tendría así un caracter estrictamente estacional, ya que el papel respectivo a corto plazo no podría crearse, sino como resultado de una transacción comercial real, la que una vez terminada haría desaparecer el documento correspondiente. Se trataba en otros términos, de operaciones y papeles líquidos.

Las normas establecidas por la ley, que eran irreprochables del punto de vista técnico, no tuvieron gran aplicación práctica debido a la evolución de la política de crédito de los bancos comerciales y a las modificaciones bélicas operadas en el Sistema.

La evolución de la política de crédito de los bancos comerciales tuvo gran importancia al pasar del papel comercial sin garantizar al papel garantizado, esto es, del papel genuinamente comercial y elegible para el redescuento en la Reserva Federal, al papel caucionado con títulos y acciones de diversa índole. Con el pasar de los años, los bancos americanos disminuyeron intensamente sus operaciones líquidas al colocar una parte considerable de sus disponibilidades en inversiones y préstamos bursátiles e inmobiliarios de difícil realización, en momentos en que se producía una caída persistente de los precios, que se traduciría en una congelación de una buena parte de sus carteras.

La transformación de los bancos comerciales en bancos de inversiones, se reflejó en una disminución continua del papel elegible que poseían para redescantar en la Reserva.-

III.- LAS ACEPTACIONES BANCARIAS Y LAS MODIFICACIONES BÉLICAS.

En punto a las modificaciones bélicas, del Sistema, cabe destacar la evolución operada en el régimen legal de las aceptaciones y los redescuentos.

La idea primitiva de que los documentos comerciales constituirían la mejor garantía que podrían tener los billetes de la Reserva Federal, al moverse en consonancia con el ritmo variable de los negocios, tuvo su exteriorización en la ley de 1913, que autorizó a los bancos nacionales a aceptar las letras de cambio que surgieran del comercio internacional.

Se trataba en esta forma de introducir un papel de inmejorable calidad que había hecho el prestigio de las plazas monetarias de Londres y Amsterdam, y que servía para financiar las operaciones provenientes del comercio exterior.

Los gestores de la ley creían que suscitando en esta forma la aceptación bancaria, los EE.UU. podrían independizarse del mercado inglés de aceptaciones.

La aceptación bancaria constituiría entonces un papel optimo que sería adquirido por los bancos americanos para formar la reserva secundaria de sus carteras.

Pero bien pronto estas disposiciones primitivas de la ley que se circunscribían al comercio internacional, fueron ampliadas al transporte y almacenaje interno así como al tráfico realizado entre países extranjeros con exclusión de los EE.UU.

Esta ampliación del carácter de la aceptación bancaria, desvirtuó paulatinamente su condición de documento estrictamente líquido al servir para financiar operaciones que no tenían ninguna relación concreta con el movimiento y negociación real de mercancías.

IV.- EL PAPEL ELEGIBLE Y LA CAUCION DE TITULOS PUBLICOS.

Pero la transformación más importante ocurrida en los principios teóricos del papel elegible de la ley de 1913, se encuentra en el relajamiento de las disposiciones sobre las letras descontadas por el Sistema.

La guerra trajo la necesidad de facilitar la colocación de los diversos empréstitos emitidos por el gobierno de los EE.UU.

La Reserva Federal no podía permanecer ajena a estas necesidades. Para permitir que la ayuda del Sistema fuera amplia, se modificó las reglas del papel elegible. Hasta ese entonces, únicamente podía llevarse al redescuento el papel comercial que reuniera los recaudos establecidos por la ley. Los títulos públicos estaban descartados de las operaciones de redescuento. Pero si se deseaba facilitar su absorción en el mercado interno, era menester permitir a los bancos comerciales el redescuento de sus pagarés con caución de títulos públicos. En otros términos, era imprescindible que los bancos comerciales pudieran llevar esos papeles fiscales a la Reserva, aún cuando ello se hiciera en forma indirecta. Es lo que autorizó el congreso norteamericano, que en esa forma hizo que el redescuento ya no respondiera estrictamente a las necesidades normales de los negocios, al ir a satisfacer los apremios del fisco emanados de las urgencias bélicas.

A fines de Diciembre de 1917, el 42 % de las letras descontadas por el Sistema, correspondían a los pagarés de los bancos accionistas que se encontraban garantidos por títulos públicos. Este redescuento se eleva al 82 % del total de papel redescontado en Diciembre de 1918, para reducirse al 69 % a fines de 1919.

Desde ese momento se infiltra en el redescuento de la Reserva el papel gubernamental, el que no iba a desaparecer en los años posteriores.

Un banco miembro ya no necesitaría poseer papel comercial para utilizar el crédito de la Reserva. Le bastaría estar munido de una buena cartera de títulos públicos para poder hacerse de fondos en el Banco Central, sin sufrir mayores trabas en su obtención.

Los bancos de la Reserva Federal no debían facilitar las operaciones especulativas del mercado bursátil. La ley se lo prohibía expresamente. Pero aceptada la caución de títulos públicos dentro de las prácticas del redescuento, no existía seguridad alguna de

que los fondos así conseguidos no sirvieron para alimentar la expansión de los préstamos bursátiles.

Existe a este respecto en los EE.UU. la opinión generalizada que estas modificaciones del redescuento estimularon la expansión de los préstamos especulativos que adquirieron una extraordinaria importancia en los años del "boom" post-bélico.

V.- RESERVA DE LA POLITICA DE CREDITO DE LA RESERVA EN LA POST-GUERRA

Acaba de verse como la Reserva Federal facilitó las financiaciones extraordinarias del gobierno.

Terminada la conflagración europea se inició un nuevo período en la historia del Sistema.

El mundo volvió a la normalidad y la Tesorería americana dejó de presionar el mercado interno con la emisión de nuevos empréstitos.

Los EE.UU. habían dejado de ser una nación deudora al transformarse en una potencia acreedora. El oro empezaba a afluir en cantidades considerables al gran país del Norte y la Reserva no había aún acumulado la experiencia suficiente, cuando estas extraordinarias importaciones de metálico transformaban la estructura de crédito del país.

El aflujo aéreo permitió a los bancos accionistas reducir las fuertes deudas que habían contraído en años anteriores en la Reserva.

1.- LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO. SU EVOLUCION.

La reducción del redescuento en el año 1922 a raíz de las importaciones de metálico, creó a los bancos de Reserva el problema de obtener los recursos suficientes para subvenir a sus gastos de funcionamiento.

Es en esas circunstancias cuando se recurre a las operaciones de mercado abierto con el objeto de obtener las ganancias necesarias para satisfacer dichas erogaciones.

No era la idea del control del crédito, sino del rendimiento de esas operaciones, la que lleva a los bancos de Reserva a

realizar compras de títulos públicos en el año 1922.

Pero en estas adquisiciones de papeles fiscales, los funcionarios de la Reserva vieron bien pronto la existencia de un instrumento inmejorable para influenciar las condiciones de crédito del mercado.

Cuando compraban títulos públicos se reducían los redescuentos en la Reserva y se relajaban las tasas de interés en el mercado. Si por el contrario, se vendían los títulos en el mercado abierto, aumentaban los redescuentos y subían las tasas de interés.

La relación inversa existente entre la cartera de títulos públicos del Sistema y el monto de los redescuentos sirvió a los funcionarios de la Reserva para iniciar una nueva política de crédito que iba a modificar fundamentalmente el espíritu de la ley del año 1913.

2.-LA POLITICA DE CREDITO FACIL DEL AÑO 1924.

La primera experiencia de mercado abierto tendiente a modificar la situación del mercado monetario se encuentra en el año 1924. Era el momento en que se hablaba de un retorno de Inglaterra al patrón oro. Había necesidad de que la libra esterlina volviera a la paridad y para ello era menester que la plaza neoyorquina prestara el apoyo más decidido a la recuperación de la divisa inglesa. Esta ayuda no podía ser otra que la del establecimiento del crédito fácil en el mercado americano. El mantenimiento de tipos bajos de interés en el mercado norteamericano permitiría la elevación del signo monetario inglés y propendería a que Inglaterra volviera a la conversión metálica de sus billetes.

Teniendo en vista este objetivo fundamental, la Tesorería Federal compró en el año 1924 títulos públicos en el mercado abierto. Estas adquisiciones al reducir los redescuentos disminuyeron las tasas de interés y crearon una situación de crédito fácil en la plaza monetaria americana que tendieron a mejorar la cotización de la libra esterlina y permitieron que Gran Bretaña retornara al patrón oro.

Pero el crédito fácil de 1924, coadyuvo a crear un ambiente especulativo en el mercado interno. Se inicia desde ese enton-

ces el aumento de los valores bursátiles y de los préstamos a los corredores.

3.- LA POLITICA DE CREDITO FACIL DEL AÑO 1927.

La política de crédito del Sistema se desarrolla sin mayores alternativas durante los años 1925 y 1926, pero en 1927 vuelven a realizarse compras de títulos públicos en el mercado abierto.-

La holgura monetaria que sigue a estas operaciones de mercado abierto no era exigida por la situación del mercado norteamericano que manifestaba síntomas inequívocos de especulación.

Pero la Reserva Federal volvió a tener en cuenta la situación del mercado monetario inglés que requería el mantenimiento de tasas bajas en la plaza americana, no obstante que estas tasas reducidas estimulaban la formación de una atmósfera bursátil malsana en los EE.UU.-

4.- LAS ACTIVIDADES DE LA RESERVA EN EL BIENIO 1928-1929.-

Los efectos del crédito fácil de 1924 y 1927 no lograron corregirse con las medidas restrictivas adoptadas en el año 1928. La Reserva creyó posible impedir la expansión de las operaciones especulativas sin lesionar las actividades comerciales mediante un aumento de las aceptaciones del Sistema. Pero esta práctica fué completamente equivocada, al servir el abultamiento operado en la cartera de aceptaciones, de estímulo a las transacciones especulativas que siguieron creciendo no obstante el alza de la tasa de descuento.

El temor de adoptar medidas restrictivas de carácter drástico, que paralizaran de una vez por todas las fuerzas especulativas en continuo ascenso se verifica claramente en 1929. En lugar de elevar a comienzos de dicho año la tasa de descuento, se creyó mucho más conveniente persuadir con la remisión de circulares, a los bancos comerciales afiliados de no elevar los préstamos bursátiles y dedicar todas sus disponibilidades a la satisfacción de las necesidades genuinamente comerciales.

Pero estas medidas persuasivas no dieron resultado y cuan-

do el Consejo de la Reserva Federal autorizó a mediados del año 1929 la elevación de la tasa de descuento, ésta no produjo los efectos restrictivos esperados, debido/a que el Sistema había ^{no solo} perdido su vinculación/^{con} el mercado, sino también a que esa alza del tipo de descuento, se vio acompañada por una reducción de la tasa de compra de las aceptaciones bancarias.

Los préstamos bursátiles que habían sido estimulados por la política de crédito fácil de 1924 y 1927 estaban fuera del control de la Reserva. Es que los préstamos otorgados con los fondos propios de las corporaciones y de las entidades no bancarias (préstamos por cuenta de otros) habían crecido en una forma extraordinaria durante el año 1929 y no había ya medios para llevarlos a un nivel pas o menos normal.

Entre el aumento tardío de los tipos de descuento y el "crack" bursátil de Octubre de 1929 apenas si hubo una diferencia de algo más de dos meses.

Con el colapso bursátil de 1929 que la Reserva no logró evitar, debido primordialmente a su actitud poco firme de crear en el momento oportuno una fuerte restricción monetaria, se cierra un nuevo período en la política de crédito del Sistema.

La experiencia del período 1921- 1929 muestra que la Reserva ha tenido una acción mucho más eficaz en la creación del crédito fácil que en el establecimiento de una situación de tensión monetaria. Ello puede atribuirse no solamente al tenor de aplicar con rapidez los aumentos en la tasa de descuento, cuando lo requería la situación del país, sino también a la opinión de poder mantener en determinadas circunstancias la restricción monetaria sin herir los negocios genuinos mediante una reducción de la tasa de compra de las aceptaciones y la elevación simultánea de la de descuento. Los hechos demostraron que este movimiento dispar en los tipos de interés neutralizó las tentativas de restringir el crédito, al servir la dilatación de la cartera de aceptaciones de estímulo a las actividades especulativas del mercado.-

5.- LAS OPERACIONES DE LA RESERVA CON POSTERIORIDAD A LA CRISIS BURSÁTIL DE 1929.

Con el colapso bursátil de Octubre de 1929 comenzó la crisis económica, la liquidación espectacular del crédito y la caída de los precios.

La Reserva inició entonces una política de crédito fácil que se veía interrumpida transitoriamente durante la crisis monetaria inglesa del mes de Setiembre de 1931 y la crisis bancaria americana de Marzo de 1933.

Esta política de dinero barato se mantiene con compras de títulos públicos en el mercado abierto.

Al llegar al año 1931 se intensifica la liquidación del crédito bancario y de los valores bursátiles. La endebles bancaria que se venía reflejando en un recrudecimiento de las quiebras, aumenta extraordinariamente a medida que avanza el año 1931.

Con la sanción de la Ley Glass-Steagall a principios de 1932, la Reserva vuelve a modificar los principios básicos de su estructura.

El billete de la Reserva Federal ya no estaría garantizado únicamente por oro y papel comercial, sino también por títulos públicos. La emisión de circulante con respaldo de papel fiscal que se había tratado de eliminar al crearse los Bancos de Reserva, volvía a aparecer nuevamente con la sanción de la ley Glass-Steagall.

Es que la Reserva estaba obligada a utilizar como garantía de sus billetes, sus grandes existencias de títulos públicos si es que no deseaba paralizar su política de crédito fácil, que se consideraba necesaria para combatir la depresión económica y la caída vertical de todos los valores.

Las dificultades bancarias y la merma del papel elegible en poder de los bancos comerciales del país fueron las otras razones que tendieron a la sanción de la ley Glass-Steagall.

A estas medidas vino a agregarse la acción de la Corporación de Reconstrucción Financiera que como entidad guber-

que se encontraban fuertemente afectadas por la caída espectacular de todos los valores.-

6.-EL FISCO Y LA RESERVA FEDERAL .

Con la sanción de la Ley Glass- Steagall y la posibilidad de utilizar los títulos públicos como cobertura del circulante la Reserva inició una intensa campaña de compras de papeles fiscales en el mercado abierto.

Las adquisiciones realizadas en diversos meses de los años 1932 y 1933 hacen que la cartera de títulos públicos absorba a fines de 1934 el 98 % del crédito otorgado por la Reserva.

Los creadores del Sistema, deseaban que su cartera estuviera formada íntegramente por papel comercial (redescuentos y aceptaciones bancarias) pero las enmiendas legales y la política de crédito de la Reserva la ha transformado en una cartera de títulos públicos.

Las estadísticas retrospectivas son a este respecto sumamente sugestivas al mostrar que la influencia fiscal ha existido desde los comienzos del Sistema, según se comprueba en el cuadro N. 46.-

El papel gubernamental en poder del Sistema no se determina solamente en el rubro de existencias de títulos públicos, sino también en el de letras descontadas , con caución de títulos públicos. Si sumamos ambas cuentas que representan las sumas que directa e indirectamente ha facilitado la Reserva al fisco y la relacionamos con el volumen total de crédito del Sistema, nos encontramos que la proporción pasa del 33 % en 1917 al 65% en 1918 , para disminuir al 37 % en 1923. En el lapso 1924-1931 el fisco absorbe alrededor de la mitad del crédito otorgado por el Banco Central. Las compras intensas de títulos públicos de los años siguientes aumentan estas proporciones al 87 % en el año 1932, al 92 % en el año 1933 y al 98 % en el año 1934.

En síntesis , la experiencia recogida en más de dos décadas de funcionamiento del Banco Central estadounidense, muestran que la influencia del fisco ha sido preponderante en diversas

F I S C O Y L A R E S E R V A F E D E R A L

Período de:	Letras Descontadas con caución de tí- tulos Públicos en la Reserva Federal (1)	Existencias de Títulos Públi- cos en la Re- serva . (2)	Total (1)+ 2= 3 (3)	Total de Crédito de la Reserva (4)	% (2) <hr/> (4)	% (3) <hr/> (4)
(En millones de dólares)						
1914						
1915						
1916						
1917	283	102	385	1.173	9	33
1918	1.400	214	1.614	2.491	9	65
1919	1.510	327	1.837	3.203	10	57
1920	1.141	339	1.480	3.442	10	43
1921	485	226	711	1.548	15	46
1922	332	380	712	1.377	28	52
1923	354	106	460	1.260	8	37
1924	187	554	741	1.288	43	58
1925	382	359	741	1.507	24	49
1926	365	322	687	1.445	22	48
1927	418	606	1.024	1.568	39	65
1928	659	263	922	1.824	14	51
1929	354	446	800	1.643	27	49
1930	89	644	733	1.273	51	58
1931	321	777	1.098	1.950	40	56
1932	61	1.854	1.915	2.192	85	87
1933	27	2.432	2.459	2.669	91	92
1934	3	2.430	2.433	2.472	98	98



ríodos de su historia bancaria.

Durante la guerra esa influencia se ha manifestado con la modificación de las disposiciones legales en materia de papel elegible que ha permitido redescantar documentos caucionados con títulos públicos, y en la post-guerra con la intensificación de las operaciones de mercado abierto que han inundado la cartera del banco central con una cantidad extraordinaria de títulos públicos.

La carencia de límites legales a la realización de operaciones en títulos públicos ha sido probablemente una de las causas que han llevado al Sistema a la situación actual que es evidentemente seria dado el aumento constante de la deuda pública producida por los continuos deficit del presupuesto federal.

VI.- LAS MEDIDAS MONETARIAS DEL PRESIDENTE ROOSEVELT Y LA SITUACION DE LA RESERVA.

Pero la transformación de la cartera del Banco Central de papel comercial, a papel fiscal, no es la única modificación producida en el Sistema. Las medidas tomadas con posterioridad a la crisis bancaria de 1933 y que se manifestaron en la suspensión del patrón oro, en la depreciación monetaria y en la revaluación transitoria del dólar al 59,06 % de su valor primitivo, afectaron asimismo a la Reserva Federal.

En efecto, a raíz de esta revaluación, el oro en poder de los bancos de Reserva, pasó a manos de la Tesorería Federal que entregó en pago de los mismos certificados de oro convertibles en metálico, cuando el Secretario del Tesoro lo creyera conveniente y oportuno para el mantenimiento de la estabilidad monetaria de los EE.UU. La Reserva ha perdido así la posesión del oro que fué siempre considerada como uno de sus soportes más fundamentales.

La Tesorería ha venido a suplantar por el momento a la Reserva, al disponer no solo de todo el oro existente en los EE.UU. sino también del Fondo de Estabilización de 2.000 millones de dólares, que le ha sido asignado por la Ley de Reservas Aereas de 1934.

La Reserva ha perdido pues, el control sobre el valor de la moneda que se encuentra en manos del P. E. el que no solo posee

el Fondo de Estabilización , sino tambien la posibilidad de reducir el contenido metálico del dólar del 59,06 % al 50 % de su valor primitivo.

Agréguese a esto que la casi totalidad de las colocaciones de la Reserva se encuentran en títulos públicos y se verá hasta donde dicha organización ha perdido la independencia y autoridad que le habían trazado sus creadores .-

VII.- EL PROYECTO OFICIAL DE REFORMAS BANCARIAS DE 1935-

La actual administración demócrata no parece estar en favor de una vuelta a los principios básicos de la ley de 1913 , a juzgar por las disposiciones establecidas en el proyecto de ley bancaria presentado en el mes de Febrero último al Congreso estadounidense.

Este proyecto conocido bajo el nombre de "The Banking Act of 1935" , además de establecer modificaciones a la Ley Federal de Seguros a los Depósitos y a ciertas disposiciones técnicas de la ley bancaria de 1933, dispone cambios substanciales a la ley de Reserva Federal, que se refieren entre otras cosas a los siguientes puntos:

- 1). Centralización de los Bancos de Reserva Federal en el Consejo de Reserva Federal y en el Presidente de la República, subordinando la actividad de la Reserva a la política gubernamental.
- 2). Ampliación de las condiciones del redescuento en forma de considerar como papel elegible a cualquier activo sano que fuera aceptado por las reglamentaciones del Consejo de la Reserva Federal.
- 3). Autorización concedida a los bancos nacionales de invertir la totalidad de su capital y reservas en préstamos inmobiliarios , amortizables en 20 años y hasta el 75% del valor de las propiedades. El monto total de los préstamos inmobiliarios (con excepción de las propiedades bancarias) no podrá exceder en ningún caso del 60 % de los depósitos a plazo. (1).

(1). Véase : Bulletin of the National City Bank of New York, March 1935, artículo denominado Proposed New Banking Legislation, paginas 46 y 47. Véase además: Barron's The National Financial Weekly, Volume XV, N. 6, February 11, 1935, artículo denominado The New Banking Bill, paginas 5 y 8. Véase tambien Commercial & Financial Chronicle, Feb. 9 1935, N. 3623, pag. 82

Este proyecto del Presidente Roosevelt no tiende sino a consolidar todas las prácticas criticables de la banca norteamericana. Si el proyecto se sancionara en su forma actual, ^{ya} no habría principios fijos en materia de papel elegible, al estar sujeta la aceptación de los documentos al criterio discrecional del Consejo de la Reserva Federal.

La posibilidad de ampliar los bancos nacionales sus préstamos inmobiliarios y llevar los papeles correspondientes a la Reserva, eliminaría definitivamente el concepto de la liquidez del Banco Central.

VIII.- EL RESTABLECIMIENTO DE LA MONEDA Y DEL CREDITO AMERICANO Y LA OPINION DE LOS HOMBRES DE NEGOCIOS.

Pero el pensamiento oficial no refleja la opinión de los hombres de negocios a juzgar por las manifestaciones reiteradas de diversos centros económicos que propician el retorno a la moneda sana y a las operaciones bancarias líquidas. Un ejemplo de ello lo ha dado la respuesta reciente de la Cámara de Comercio de Nueva York, al cuestionario enviado por el Senador Fletcher de la Comisión de Bancos y Moneda del Senado Americano. (1)

En esa respuesta la entidad neoyorquina propuso las siguientes medidas para restablecer la moneda y el crédito de los EE. UU.-

- 1). que el retorno a la conversión aérea se realice bajo el sistema del patrón oro en lingotes. (gold bullion standard).
- 2). que se uniformara el circulante americano otorgando la emisión al Sistema de la Reserva Federal, debiendo este circulante estar respaldado por oro y papel comercial en la forma establecida en la ley de 1913.
- 3). que la garantía metálica de la moneda sea controlada por el Sistema de la Reserva Federal y que los títulos del gobierno no

(1). Véase: Commercial and Financial Chronicle, N. 3633, Febrero 9 de 1935, paginas 887 y 888.-

sirven ~~en~~ de cobertura para el circulante, salvo en casos excepcionales y que en tales circunstancias lo sea solamente si el estado realiza una política fiscal sana que provea por la amortización gradual de la deuda con el producido de sus recaudaciones normales.-

4).- Que se mantenga el Sistema de la Reserva Federal librándolo de la actual influencia política y que se vuelva tan pronto como fuera posible, al propósito original de la ley de suministrar crédito a corto plazo y de poseer un circulante elástico.

5).- Que se unifique los sistemas bancarios de los 49 estados americanos exigiendo a todos los bancos comerciales a hacerse miembros del Sistema de la Reserva Federal; que se elimine las duplicaciones de examen y control establecidos actualmente en los EE.UU. debido a la existencia de la ley Federal y de las leyes bancarias estatales.

6). Que se estimule la creación de sucursales bancarias dentro de los límites estatales.

7). Que se separe los depósitos comerciales de los depósitos de ahorro para permitir que los depósitos comerciales se presten únicamente en una forma compatible con la situación de los depositantes y que los depósitos de ahorro se coloquen en el mercado de inversiones; y

8).- que si se llevaran a la práctica todas estas medidas no sería necesario mantener entonces el Sistema de Seguro de los Depósitos, que existiría transitoriamente mientras duraran las tareas de reorganización y reformas.-

IX.-LA OPINION DEL GOBERNADOR DE LA RESERVA FEDERAL Y LA VUELTA A LA NORMALIDAD.

Los principios enunciados por la Cámara de Comercio de Nueva York, responden a normas bancarias sanas, y son reconfortantes del punto de vista técnico, si se las compara con las propuestas gubernamentales, que han encontrado un paladín esforzado en el gobernador de la Reserva Federal Mr. Marriner S. Eccles, quien al comentar en un discurso reciente las propuestas oficiales de ampliar los préstamos inmobiliarios y de aceptar toda clase de

papeles al redescuento en el organismo central, sostuvo que el dilema que actualmente tienen los bancos americanos es el siguiente: si se deciden a conceder préstamos a largo plazo, estarán sujetos al riesgo de depreciación y a la imposibilidad de realizar rápidamente sus activos en caso de necesidad y si no realizan estas clases de transacciones, no podrán encontrar colocación a sus fondos, con lo que mermarán sus ganancias y disminuirá la justificación de que sigan operando en la plaza. Es para resolver este dilema -- sigue diciendo Eccles-- , que el proyecto oficial remueve el problema de la liquidez de los bancos al hacer posible que todos los activos sanos sean redescontados en la Reserva en caso de necesidad. (1).

Estas ideas del Gobernador actual de la Reserva Federal no pueden aceptarse dentro de los principios científicos de la materia, ya que la supuesta liquidez de los bancos comerciales se haría a expensas del Banco Central que vería su cartera inundada por documentos de realización sumamente difícil en el mercado.

No es difícil que la vuelta a la normalidad monetaria y financiera, traiga no solo una rectificación de estas ideas, sino también de toda la situación del crédito, ya que no es posible pensar en una reorganización seria del Sistema bancario y monetario de los Estados Unidos sin modificar las leyes y prácticas perniciosas que rigen actualmente a la Reserva Federal Americana.-

F I N

Julio Broide

Julio Broide.

Calle Mathen N. 1663.
B.S.As.

Buenos Aires, 8 de Abril de 1935

(1). Véase Commercial & Financial Chronicle, Feb. 16, 1935, N. 3624, p. 1091. Speech delivered at the annual mid-winter meeting on Feb. 12, 1935.