



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



El Banco Central de la República Argentina y su función reguladora de la moneda y del crédito

Aisenstein, Salvador

1940

Cita APA: Aisenstein, S. (1940). El Banco Central de la República Argentina y su función reguladora de la moneda y del crédito. 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

DUPLICADO

71678

UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
INSTITUTO DE ECONOMIA BANCARIA

SALVADOR AISENSTEIN

El Banco Central de la República Argentina y su Función Reguladora de la Moneda y del Crédito

Tesis para optar al grado de
Doctor en Ciencias Económicas,
calificada de sobresaliente.

Prólogo del Profesor

Dr. PEDRO J. BAIOTTO



BUENOS AIRES

1940

CATALOGADO

QUEDA HECHO EL DEPÓSITO
— QUE MARCA LA LEY —

71678

ATCA
1940

*A los que me alentaron en
los primeros años de mi incor-
poración al país.*



DUPLICADO**FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS**

Dr. ALFREDO LABOUGLE
DECANO

Dr. MARIO A. DE TEZANOS PINTO
VICE-DECANO

Dr. MAURICIO E. GREFFIER
SECRETARIO

Dr. SANTIAGO E. BOTTARO
PRO-SECRETARIO

PROFESORES**Matemáticas**

- a) Profesor Titular: Ing. Teodoro Sánchez de Bustamante.
" Adjunto: Dr. Elías A. De Césare.
" Adjunto: Ing. Sixto E. Trucco.
b) Profesor Titular: Ing. Justo Pascali.
" Adjunto: Ing. Víctor C. Dondero.
" Adjunto: Ing. Antonio Lascorain.

Historia Económica

- Profesor Titular: Dr. Diego Luis Molinari.
" Adjunto: Dr. Fernando Márquez Miranda.
" Adjunto: Dr. Orlando A. Williams.

Geografía Económica (1ª Parte)

- Profesor Titular:
" Adjunto: Dr. Antonio A. García Morales.

Derecho Civil (1ª Parte)

Profesor Titular: Dr. Gonzalo Sáenz (h.).
„ Adjunto: Dr. Enrique Díaz de Guíjarro.
„ Adjunto: Sr. José Máximo Paz.

Estadística

Profesor Titular: Dr. Argentino V. Acerboni.
„ Extraordinario: Ing. Alejandro E. Bunge.
„ Adjunto: Dr. José Barral Souto.

Economía Política (Curso General)

Profesor Titular: Dr. Luis Roque Gondra.
„ Adjunto: Dr. Alejandro Nimo.

Geografía Económica (2ª Parte)

Profesor Titular: Ing. Lorenzo Dagnino Pastore.
„ Extraordinario: Dr. Gastón Federico Tobal.

Derecho Comercial (1ª Parte)

Profesor Titular: Dr. Fernando A. Cermesoni.
„ Extraordinario: Dr. Santo S. Faré.
„ Extraordinario: Dr. Carlos C. Malagarriga.

Derecho Civil (2ª Parte)

Profesor Titular: Dr. Lázaro S. Trevisán.
„ Adjunto: Dr. Jorge Suárez Videla.
„ Adjunto: Dr. Juan Agustín Moyano.

Derecho Constitucional y Administrativo

Profesor Titular: Dr. Atilio Pessagno.
„ Adjunto: Dr. Eduardo F. Giuffra.
„ Adjunto: Dr. Florentino V. Sanguinetti.
„ Adjunto: Dr. Agustín de Vedia.

Derecho Comercial (2ª Parte)

Profesor Titular: Dr. Wenceslao Urdapilleta.
„ Adjunto: Dr. Jorge S. Castro.
„ Adjunto: Dr. Alberto Diez Mieres.
„ Adjunto: Dr. Roberto N. Lobos.

Legislación del Trabajo

Profesor Titular: Dr. Alfredo L. Palacios.
„ Extraordinario: Dr. Alejandro M. Unsain.
„ Adjunto: Dr. Enrique Forn.
„ Adjunto: Dr. Carlos Moret (h.).

Matemática Financiera y Actuarial

Profesor Titular: Dr. José González Galé.
„ Extraordinario: Dr. Argentino V. Acerboni.
„ Adjunto: Dr. Benjamín Harriague.

Contabilidad General

Profesor Titular: Dr. Eugenio A. Blanco.

Economía y Organización Industrial

Profesor Titular: Ing. Ricardo J. Gutiérrez.
„ Extraordinario: Dr. Martiniano Leguizamón Pondal.

Finanzas (Curso General)

Profesor Titular: Dr. Alfredo Labougle.
„ Extraordinario: Dr. Mario A. de Tezanos Pinto.
„ Adjunto: Dr. Raúl E. Lavista.

Sociedades Anónimas y Seguros

Profesor Titular: Dr. Mario A. Rivarola.
„ Adjunto: Dr. Fructuoso Carpena.

Contabilidad Pública

Profesor Titular: Dr. Juan Bayetto.

Práctica Profesional del Contador

Profesor Titular: Sr. Dívico Alberto Fürnkorn.

Biometría

Profesor Titular; Dr. José González Galé.
„ Adjunto: Dra. Clotilde Angélica Bula.

Matemática Actuarial

Profesor Titular: Dr. Argentino V. Acerboni.

Economía y Organización Agraria

Profesor Titular: Dr. Miguel Angel Cárcano (con licencia).
„ Extraord. a cargo del curso: Dr. Guillermo Garbarini Islas.
„ Extraordinario: Ing. Emilio A. Coni.

Economía y Organización de los Transportes

Profesor Titular: Ing. Teodoro Sánchez de Bustamante.
„ Adjunto: Dr. Manuel María Díez.

Economía y Organización Bancaria

Profesor Titular: Dr. Pedro J. Baiocco.
" Adjunto: Sr. Carlos P. Claisse.
" Adjunto: Dr. Luis Juillerat.

Derecho Internacional Privado y Legislación Consular

Profesor Titular:
" Adjunto: Dr. Carlos Alberto Alcorta.
" Adjunto: Dr. Eugenio Mordegli.
" Adjunto: Dr. Hugo Repetto Salazar.

Derecho Internacional Público

Profesor Titular: Dr. Luis A. Podestá Costa.
" Adjunto: Dr. Juan Carlos Rodríguez.
" Adjunto: Dr. Carlos Bollini Shaw.

Finanzas (Curso de Especialización)

Profesor Titular: Dr. Salvador Orfa.
" Adjunto: Dr. Italo Luis Grassi.
" Adjunto: Dr. Egidio C. Trevisán.

Política Económica

Profesor Titular: Dr. Lucio M. Moreno Quintana.
" Adjunto: Dr. Ovidio V. Schioppetto.

Economía Política (Dinámica Económica)

Profesor Titular: Sr. Raúl Prebisch.
" Adjunto: Dr. Julio Broide.

Historia de las Doctrinas Económicas

Profesor Interino: Dr. Diego Luis Molinari.

Política Social

Profesor Interino: Dr. Alejandro M. Unsain.

INSTITUTO DE ECONOMIA BANCARIA

Dr. PEDRO J. BAIOTTO
DIRECTOR

JOSE BARRAL SOUTO
IVAN F. BAVIO
MIGUEL A. ERREA
FERNANDO FERRER
JUAN C. M. PERRETTA
SALVADOR AISENSTEIN
Adscriptos

AMILCAR A. CICHERO
Jefe de Trabajos Prácticos

JUAN J. LAGO
Encargado de Trabajos Prácticos

RAMON FIJO
Dibujante y Calculista

GERMAN ZWICKY
Traductor

ANGEL BOIGEN
Ayudante de T. Prácticos

JOSE L. MAGARIÑOS
Auxiliar de Trabajos Prácticos

TOMAS AMADEO FRERS
PEDRO J. CASIMIR
OSCAR V. ROSSO
Ayudantes Transitorios

Contenido



BIBLIOTECA

Prólogo.

- I. — Introducción.
- II. — La realidad económica argentina y el mercado monetario y del crédito.
- III. — Constitución del Banco Central de la República Argentina.
- IV. — Objetivos fundamentales del Banco Central de la República Argentina.
- V. — Los medios de acción con que cuenta el Banco Central para el cumplimiento de su cometido.
- VI. — Análisis de la acción realizada por el Banco Central de la República Argentina.

Gráficos.

Breve reseña de la situación bancaria en 1939.

Bibliografía.

Prólogo



BIBLIOTECA



BIBLIOTECA

PROLOGO

La guerra de 1914-1918 produjo una perturbación tan grande en los regímenes bancarios y monetarios del mundo, que al poco tiempo de terminada, se inició un movimiento de revisión de casi todas las cartas orgánicas de los bancos de emisión y se crearon bancos emisores en los países donde no existían.

Las conferencias de Bruselas (1920) y de Génova (1922) prepararon el ambiente doctrinario en que habían de prosperar más adelante las soluciones positivas.

La analogía de las situaciones y la simultaneidad en el proceso de saneamiento bancario y monetario, contribuyeron a que surgieran principios generales cuya aplicación se encuentra en todas las reformas llevadas a la práctica desde el año 1922.

Después del principio relativo a la independencia de los bancos emisores, los nuevos estatutos de éstos, reflejan, con respecto a los anteriores, un cambio particularmente importante en la función que estas instituciones deben realizar y en los medios de acción, de que pueden disponer, para el mejor cumplimiento de su cometido.

La República Argentina no podía escapar a este proceso, sin perjuicio de quedar rezagada y en condiciones deficientes, para afrontar la complejidad de los nuevos problemas económicos. Cuando, por diversas circunstancias, se estimó el momento oportuno, se creó en 1935, de una sola pieza, el Banco Central de la República Argentina.

El Dr. Salvador Aisenstein, después de referirse, en su tesis, a las condiciones económicas en que se encontraba el país, especialmente el mercado monetario y del crédito, en el momento que precedió a la creación del Banco Central, ex-

plica su constitución y pasa a estudiar, precisamente, con mayor detenimiento, los aspectos más interesantes de su carta orgánica; los objetivos fundamentales del mismo y los medios de acción con que cuenta para el cumplimiento de su cometido, y termina con el análisis de la acción realizada por el Banco Central de la República Argentina, en sus primeros años de vida.

Sobre la base de una completa y buena información, tanto nacional como extranjera, el Dr. Aisenstein ha realizado un estudio más expositivo que crítico. Entendemos que esta circunstancia, tratándose de su primer trabajo como graduado, constituye un mérito, pues si la crítica no quiere incurrir en juicios temerarios e inconsistentes, debe estar abonada por la experiencia y el sentido de la responsabilidad, lo cual sólo se logra con la madurez en el conocimiento.

Desde que inició sus estudios en la Facultad de Ciencias Económicas, el autor de este trabajo ha estado en permanente vinculación con el Instituto de Economía Bancaria. Como alumno primero, como colaborador después, y como adscripto actualmente. Su formación metodológica, para el estudio de los problemas económicos es, pues, la que se imparte en el referido Instituto, en cumplimiento de su función docente.

El Dr. Aisenstein es trabajador y estudioso, condiciones que unidas a su constante inquietud por saber y a su espíritu observador, lo destacan como una promesa, que esperamos ver cumplida, en el campo de los estudios económicos. Le invitamos a mantener la vocación que denuncia su tesis, ya que las cuestiones bancarias y monetarias han menester de cultores serios y ponderados.

PEDRO J. BAIOTTO

Director del Instituto de Economía Bancaria

Introducción



INTRODUCCION

De las diversas funciones asignadas al Banco Central de la República Argentina, la más importante, sin duda, es la de regular la moneda y el crédito.

Al examen de esta misión y a los aspectos vinculados a su cumplimiento, dedicamos las siguientes páginas.

Comienza nuestro trabajo por estudiar la realidad económica argentina, los problemas que ella origina, su incidencia en el mercado monetario y del crédito, para referirse en especial al período de depresión que pone de manifiesto la poca flexibilidad del sistema instituido en 1899.

Planteada la necesidad de proceder a un reordenamiento completo, sanciónase la reforma el 21 de marzo de 1935, y el 31 de mayo del mismo año, previa realización de las operaciones constitutivas, inicia su funcionamiento el Banco Central.

Sigue luego el análisis de sus objetivos y de los medios de que dispone para lograr su cometido. En estos capítulos, el examen traspasa los límites nacionales, pues interesa sobremanera conocer los principios elaborados en la doctrina y la forma en que fueron aplicados en la práctica por países similares al nuestro.

La última parte se ocupa del estudio de la acción realizada por el Banco Central de la República Argentina, desde sus comienzos hasta fines de 1938.

Al esbozar el plan de nuestra tesis, sentimos el deber de expresar merecido reconocimiento:

Al profesor Dr. PEDRO J. BAIOTTO, por la colaboración prestada en la etapa inicial del trabajo;

Al profesor Dr. LUIS ROQUE GONDEA, quien despertó en nosotros inquietudes por cuestiones económicas;

Al profesor Dr. JULIO BROIDE, quien nos ha hecho indicaciones útiles;

A la GERENCIA GENERAL del Banco Central de la República Argentina, que nos concedió facilidades especiales para la consulta del material bibliográfico con que cuenta ese Instituto;

A la BIBLIOTECA de nuestra Facultad, que tantas oportunidades nos ha brindado para conocer las valiosas fuentes sobre la materia.

La Realidad Económica Argentina y el
Mercado Monetario y del Crédito



LA REALIDAD ECONOMICA ARGENTINA Y EL MERCADO MONETARIO Y DEL CREDITO

1. — La estructura económica y el sistema bancario.

“Cualquier sistema bancario, para funcionar de manera económicamente racional y sin tropiezos, debe adaptarse a la organización económica del país en que se halla implantado” (1).

Con estas palabras inicia su informe presentado al Gobierno argentino, el perito inglés, Sir Otto Niemeyer.

En efecto, los principios básicos que rigen la organización de los bancos centrales, no pueden aplicarse de manera uniforme en todos los ambientes.

Sea que se trate de la reserva de oro que debe mantener un Banco Central para regular el medio circulante del país, sea que se trate de los términos máximos fijados para las operaciones de redescuento, o de los encajes mínimos que deben conservar los bancos, todo está determinado por las condiciones económicas de la esfera en que le toca actuar.

Un país de alto desarrollo industrial cuya producción es absorbida en su mayor parte por el consumo interno, en el que rige cierta estabilidad de precios, requiere una organización bancaria y monetaria diferente a la de países agropecuarios, de escasa población, que dependen para la colo-

(1) Informe de sir Otto Niemeyer, 1933, publicado en la *Revista Económica*, Buenos Aires, 1934, Vol. VII, NN. 5/8, pág. 131.

cación de sus productos del mercado mundial y de la oscilación de sus precios.

En el primer caso, estamos en presencia del tipo de economía interna consolidada, cuyas instituciones bancarias tienen que afrontar problemas distintos a los de organismos que actúan en medios de segundo orden, en que fluctuaciones estacionales, motivadas por factores naturales o económicos, obligan a contar con recursos amplios, si no para eliminar, por lo menos para moderar los efectos de esas variaciones.

Una mala cosecha que reduce en un 50 % la producción exportable de un país, no deja de tener efectos sensibles en el mercado monetario y del crédito. Una gran baja de precios, motivada por una cosecha récord mundial, disminuye considerablemente el valor de las exportaciones de un país agrario, con las consecuencias consiguientes sobre su estructura bancaria, a saber: contracción de los medios de pago, reducción de las existencias, restricción del crédito, aumento del tipo de interés, etc.

De ahí la importancia de conocer los hechos típicos que caracterizan la estructura económica de un país, para poder luego esbozar los lineamientos de un ordenamiento bancario y monetario adecuado.

Es lo que señala la Misión Financiera de E. W. Kemmerer en su informe formulado en 1931 sobre la creación del Banco Central de Reserva del Perú. Así, al referirse al encaje, dice: "de lo expuesto más arriba se deduce que el porcentaje de encaje de oro que ha de mantener el banco central normalmente debería variar mucho en distintos países, de acuerdo con sus condiciones económicas y actividades políticas" (2), y procede a enunciar situaciones que, a su juicio, requieren encajes reducidos o más bien elevados.

(2) Proyecto de Ley para la creación del Banco Central de Reserva del Perú junto con su Exposición de motivos, presentado por la Misión de Consejeros Financieros presidida por E. W. Kemmerer. Lima, 1931, pág. 108.

Asimismo, la Comisión presidida por Macmillan, en su informe acerca del régimen bancario del Canadá, expresa que, para opinar si es o no adecuado un sistema monetario, es necesario conocer primero el medio en que le toca actuar. “El trasplante de instituciones no siempre es acompañado de buen éxito”. Empero, la experiencia de otros países aporta una enseñanza útil que puede aprovecharse al considerar innovaciones (3).

2. — La actividad económica y el comercio exterior en la Argentina.

En lo que a la República Argentina se refiere —campo de la presente investigación—, constituye su característica más saliente, el alto grado en que sus actividades dependen del comercio de exportación (4).

Ahora bien, sus exportaciones se componen casi por completo de productos agrícola-ganaderos (5). El cuadro 1 lo comprueba ampliamente.

(3) Cfr., *Report of the Royal Commission on Banking and Currency in Canada*. Ottawa, 1933, pág. 11.

(4) “Todo el ritmo de la vida económica está supeditado al comercio de exportación; y todas las estadísticas argentinas antiguas o recientes, corroboran esta conclusión.” Informe de sir Otto Niemeyer, Id. pág. 131.

(5) “El setenta por ciento de nuestra producción está constituida por productos agrícolas y ganaderos y de este volumen dos tercios están destinados a la exportación.” *Los depósitos del Banco y el ritmo de las exportaciones*. Estudio publicado en la *Revista del Banco de la Nación Argentina*. Buenos Aires, 1938, Vol. II, Nº 3, pág. 131.

CUADRO N° 1

ESTRUCTURA DE LAS EXPORTACIONES ARGENTINAS,
en % según su valor en los años 1900-1938

PERIODOS	P R O D U C T O S				
	Agrícolas	Ganaderos	Agrícolas + Ganaderos	Otros	Total exportado
1900-04 . .	46,61	48,71	95,32	4,68	100,0
1905-09 . .	57,54	39,21	96,75	3,25	100,0
1910-14 . .	50,78	45,11	95,89	4,11	100,0
1915-19 . .	39,13	55,08	94,21	5,79	100,0
1920-24 . .	58,63	36,83	95,46	4,54	100,0
1925-29 . .	58,95	37,17	96,12	3,82	100,0
1930-34 . .	59,78	35,59	95,37	4,63	100,0
1935-38 . .	58,67	36,27	94,94	5,06	100,0

Cuadro confeccionado en base a guarismos publicados en la *Revista Económica*, 1937, Vol. I, N° 2, pág. 75, completados para 1935-38 con datos facilitados por la Oficina de Investigaciones Económicas del Banco Central de la República Argentina.

Según se desprende del mismo, en que se estudia el período 1900-1938, el 96 % del total de las exportaciones argentinas lo constituyen productos de origen agrícola-ganadero. De esos, la mayor parte corresponde a los agrícolas, que a partir de 1920 afianzan su predominio, llegando a representar en el lapso 1935-38 el 59 % en el conjunto de la exportación.

Analicemos más de cerca el desarrollo de la producción agrícola exportable. Para ello hemos confeccionado el cuadro 2 en que figuran sus principales renglones.

Dos son los aspectos que nos interesan: a) establecer la proporción que se destina al consumo exterior, pues ello nos permitirá apreciar el grado de dependencia de nuestra vida económica con respecto al mercado mundial; b) demostrada la tesis expresada, ver cómo el alto grado en que depende nues-

tra producción de la demanda externa, origina fluctuaciones amplias, acentuadas tanto más cuanto que se trata de exportaciones de género de poca elasticidad.

CUADRO N° 2

PRODUCCIÓN Y EXPORTACION DE LOS PRINCIPALES RENGONES AGRICOLAS EN LA ARGENTINA, 1900-38.

(En miles de toneladas)

Promedios anuales de períodos	TRIGO			MAÍZ			LINO		
	Prod.	Exp.	% Exp. Prod.	Prod.	Exp.	% Exp. Prod.	Prod.	Exp.	% Exp. Prod.
1900-04 .	2.805	1.805	64,3	3.291	1.518	46,1	629	476	75,7
1905-09 .	4.194	2.764	65,9	3.836	2.036	53,1	857	780	91,0
1910-14 .	4.210	2.335	55,5	5.631	3.194	56,7	876	672	76,7
1915-18 .	4.546	2.656	58,4	3.905	2.191	56,1	630	538	85,4
1919-24 .	5.438	3.828	70,4	5.522	3.332	60,3	1.256	1.089	86,7
1925-29 .	6.614	4.317	65,3	7.555	5.521	73,1	1.864	1.618	86,8
1930-34 .	6.639	3.951	59,5	8.614	6.396	74,3	1.888	1.569	83,1
1935-38 .	6.203	2.899	46,7	7.983	6.791	85,1	1.599	1.583	99,0

Cuadro confeccionado en base a guarismos absolutos publicados en la *Revista Económica*, 1937/38, Vol. I, Nos. 2 y 3, completado para 1935-38 con datos facilitados por la Oficina de Investigaciones Económicas del Banco Central de la República Argentina.

De acuerdo con el cuadro 2, cerca de 2/3 de la producción total del trigo se destina a la exportación. Mayor aún es el porcentaje para el maíz y el lino, que registra en el quinquenio 1930-34: 74,3 % y 83,1 %, respectivamente.

Las oscilaciones que se observan en las cantidades exportadas se deben en gran parte a los altibajos de la producción,

ya que la "absorción interna no acusa variaciones bruscas de un año a otro" (6).

Esa estabilidad en la absorción hace que nuestra producción agrícola dependa estrechamente de la demanda exterior. Pero esta última está supeditada a factores inciertos, de orden natural y económico, que escapan a nuestra esfera de influencia: área sembrada en otros países, variaciones estacionales climatéricas, política agraria de los mercados consumidores, etc., contribuyen a que el valor de nuestras exportaciones registre oscilaciones bruscas que se hacen sentir en la situación monetaria interna.

Precisamente, la fluctuación de nuestras exportaciones constituye un hecho típico de nuestra economía. El aumento o la disminución de las mismas repercute de inmediato en los rubros bancarios.

Es así que un año de producción agrícola excepcional y de precios remunerativos como el de 1937 ha generado un crecimiento de saldos de los depósitos bancarios y que un año de cosecha precaria como el de 1938 ha ocasionado un descenso de los mismos. Y es bien sabido que el volumen de los depósitos es la medida aproximada del monto que los bancos comerciales pueden prestar al comercio y a la industria (7).

Vale decir, la capacidad de préstamos de los bancos comerciales en un momento determinado depende del volu-

(6) *Revista Económica*. Buenos Aires, 1937, Vol. I, No 2, pág. 80.

"Si se agrega que gran parte de la producción ganadera está también destinada a la exportación en forma de carnes, lanas y cueros, se verá cuán cierto es todavía que la economía nacional depende en una muy importante proporción, de factores exteriores." *Los precios y las oscilaciones del área sembrada en la Argentina*, estudio publicado por la Facultad de Ciencias Económicas, Comerciales y Políticas. Rosario, 1938, pág. 15.

(7) Cfr., Informe Macmillan, presentado al Gobierno de Gran Bretaña, ver en *Boletín del Banco Central de Reserva del Perú*. Lima, mayo 1932, págs. 172 y siguientes.

men de sus depósitos que a su vez siguen la tendencia de las exportaciones.

Conclusión importante que demuestra la interrelación existente entre la situación bancaria y el comercio exterior.

Pero no se debe olvidar que en la República Argentina, por ser país nuevo que requiere para su desarrollo capitales extranjeros, juegan un rol considerable las inversiones de ese origen.

De ahí que juntamente con las exportaciones necesario es también seguir el movimiento de las inversiones de capitales extranjeros, ya que, en última instancia, es el balance de pagos el que incide más directa e inmediatamente en la situación monetaria y bancaria.

3. — El balance de pagos y su incidencia en el mercado monetario y del crédito.

Respecto al papel que desempeña el balance de pagos en la evolución del mercado monetario, existen algunos estudios interesantísimos.

Así, el profesor John H. Williams analiza, a la luz de cifras, la interrelación entre el valor del papel moneda y el balance de pagos, y llega a la conclusión que este último “ejerció una poderosa influencia sobre el valor del papel moneda inconvertible”.⁽⁸⁾

El profesor Raúl Prebisch, en un estudio publicado en la “Revista de Ciencias Económicas” de 1921-22, demuestra la “acción importantísima que los balances de pago tienen sobre la situación monetaria y bancaria”.⁽⁹⁾

(8) WILLIAMS, JOHN H: *El comercio internacional argentino en un régimen de papel moneda inconvertible, 1880-1900*. Buenos Aires, 1922.

(9) PREBISCH, RAÚL: Anotaciones sobre nuestro medio circulante. *Revista de Ciencias Económicas*, Buenos Aires, 1921/22, Serie II, NN. 3, 4, 6-7, 10-11.

Para presentar este aspecto más claro aún, hemos creído de interés confeccionar el cuadro 3, en que se estudia la interdependencia entre los saldos de los balances de pago y los principales rubros bancarios.

Pero antes de iniciar ese análisis, séanos permitido recordar nuevamente que las exportaciones, aunque constituyen el renglón más importante de nuestro balance de pagos, no lo componen exclusivamente.

En efecto, las exportaciones y las importaciones representan, sin duda, los principales rubros del balance de pagos. Pero no son los únicos. Las inversiones extranjeras inciden en su activo y, en cuanto a su pasivo, los servicios financieros y los de la deuda pública importan una partida apreciable.

Es así que, pese a los saldos positivos del intercambio comercial, la mayoría de los años en la última década, acusa balances de pago desfavorables.

Ahora bien, los efectos de un balance de pagos desfavorable no sólo se hacen sentir en el mercado de cambios, en que una reducida oferta al no poder satisfacer toda la demanda provoca una valorización de divisas, sino que también en los rubros bancarios.

Según puede verse en el cuadro 3, existe una franca "simpatía" entre los saldos del balance de pagos, por un lado, y las existencias bancarias y los medios de pago, por el otro.

CUADRO N° 3

EL BALANCE DE PAGOS Y SU RELACION CON ALGUNOS RUBROS BANCARIOS

(En millones de m\$.n.)

A ñ o s	COMERCIO EXTERIOR			Saldo Balance Pagos (Mov. ctes.)	Exist. ban- carias	MEDIOS DE PAGO		
	Exp.	Imp.	Saldos			Mone- da en públ.	Dep. en cta. cte.	Totales
	1	2	3					
1926..	1.824	1.569	+ 255	— 16	594,4	778,5	1.124,1	1.902,6
1927..	2.324	1.668	+ 656	+ 336	734,0	830,7	1.194,8	2.025,5
1928..	2.428	1.902	+ 526	+ 132	878,8	871,1	1.301,7	2.172,8
1929..	2.196	1.959	+ 237	— 299	481,9	858,7	1.178,3	2.037,0
1930..	1.414	1.680	— 266	— 368	472,5	810,1	1.189,3	1.999,4
1931..	1.475	1.174	+ 301	— 192	520,0	732,4	971,2	1.703,6
1932..	1.305	836	+ 469	— 42	650,1	693,5	1.083,2	1.776,7
1933..	1.141	911	+ 230	— 232	524,6	694,1	1.110,8	1.864,9
1934..	1.618	1.110	+ 508	+ 123	413,8	760,4	1.111,1	1.871,5

Cuadro confeccionado en base a guarismos publicados en la *Revista Económica*, Series I y II y su "Suplemento Estadístico".

Los considerables saldos positivos que arrojan los años 1927 y 1928, se traducen en un incremento de los efectivos y de los medios de pago de que dispone la colectividad. Asimismo, la inversión del balance en los años 1929 y 1930 reduce drásticamente los guarismos que figuran en las columnas 5 y 8 del cuadro. ⁽¹⁰⁾

Así, las existencias, que alcanzan a m\$.n. 878,8 millones al cierre del año 1928, descienden a m\$.n. 472,5 millones a

(10) Procede señalar que los medios de pago no decrecen con la misma intensidad que las existencias. Esto se debe a la influencia ejercida por la dilatación del crédito, política seguida por los bancos de la plaza.

finés de 1930. Es fácil de comprender la situación de tirantez bancaria que ocasiona ese fenómeno. El brusco descenso de los efectivos queda reflejado en los encajes, que de 22,2 % para fines de 1928, bajan a 11,9 % para igual fecha de 1930. (Véase el cuadro 4.)

Análoga tendencia, si bien de ritmo más lento, se observa en los medios de pago que, como sabemos, comprenden los billetes en poder del público más los depósitos en cuentas corrientes. Durante 1927 y la primera mitad de 1928, la afluencia de oro originada por los saldos positivos de nuestras cuentas internacionales provoca un aumento en la columna 8. (Confróntese el cuadro 3). De m\$.n. 1.902,6 millones para fines de 1926, pasa a m\$.n. 2.172,8 millones al terminar el año 1928. Empero, con la inversión del balance y la consiguiente exportación de metálico, se inicia un descenso en este rubro que recién se detiene en 1932.

4. — Las fluctuaciones de los medios de pago y sus efectos.

La brusca fluctuación de los principales rubros bancarios no constituye un hecho aislado que pasa inadvertido para el resto de la economía nacional.

Ante todo, procede señalar que no es sólo característica del ciclo actual. Es el fenómeno típico de todos los ciclos económicos argentinos. El balance de pagos es el factor que explica en gran parte nuestras crisis monetarias y bancarias. La abundancia o la rarefacción de los billetes, la expansión o la restricción del crédito, la confianza o el pesimismo, todos ellos son síntomas que corren parejos con aquel factor. Y la función principal de un Banco Central, en un país de condiciones económicas como el nuestro, ha de ser precisamente tratar de “moderar las consecuencias de la fluctuación en las exportaciones y las inversiones de capitales extranjeros, sobre la moneda, el crédito y las actividades

comerciales, a fin de mantener el valor de la moneda” (11).

Esto no significa que con la creación del Banco Central se tome un seguro contra la crisis. La ley habla de “moderar” y no de “evitar” (12).

La reciente experiencia hará comprender mejor nuestro pensamiento. Vimos el rol que desempeña el balance de pagos en la economía del país y el papel que ocupa el intercambio comercial en aquél. Vimos también cómo las exportaciones, que marcan el ritmo a la actividad económica, dependen de factores incontrolables, supeditados a los vaivenes de los mercados mundiales. No así con las importaciones, que son sensibles más bien a variaciones de orden interno.

El ingreso de oro en 1927 y 1928, al originar un incremento en las existencias bancarias y en los medios de que dispone la colectividad, dilata el poder adquisitivo de la población, que se traduce en un aumento de las importaciones. Parecería que la tendencia ascendente de las exportaciones fuese seguida de igual marcha de las importaciones. Pero el descenso de aquéllas en 1929 no ha sido acompañado de una baja igual de éstas. El desequilibrio se agrava más aun al año siguiente, que arroja un saldo comercial negativo de m\$.n. 266 millones.

(11) Ley de creación del Banco Central de la República Argentina, art. 3º, inc. a).

(12) Interesa citar, al respecto, una frase del trabajo publicado en 1932 por el Ministerio de Hacienda: “Esperar que esos movimientos ondulatorios de la actividad económica del país puedan ser contrarrestados por la excelencia de un sistema monetario sería caer en la misma ilusión que abrigaron muchos de los economistas de los Estados Unidos con la Reserva Federal, antes, desde luego, del colapso susodicho (se refiere al de Wall Street de 1929). Pero no puede dudarse que la amplitud de dichos movimientos podrá ser amortiguada por un Banco Central eficazmente manejado”.

Ministerio de Hacienda. La acción de emergencia en el problema monetario. Buenos Aires, 1932, pág. 23.

La explicación de este hecho debe buscarse en la expansión del crédito bancario, que mantiene en forma artificial el poder adquisitivo de la población. Y sabido es que buena parte de las compras la constituyen artículos de procedencia extranjera. He ahí por qué, pese al fuerte descenso de las exportaciones, la marcha de las importaciones no registra igual contracción. La dilatación de los préstamos bancarios permite mantener un nivel artificial del poder de compra, con las consecuencias ya conocidas sobre las importaciones.

Es decir, el volumen del crédito, cuya finalidad es mover los negocios, no refleja la situación real en 1929/30. El cuadro 4 lo comprueba ampliamente (13).

Mientras aquéllos, representados por el monto de los cheques compensados, experimentan una fuerte declinación a causa de la baja de las exportaciones, los préstamos denotan, entre fines de 1929 y de 1930, un nuevo incremento de m\$.n. 193,8 millones. Este aumento logró neutralizar el descenso que naturalmente debería provocar en los depósitos la remesa de fondos al exterior, motivada a su vez por el déficit del balance de pagos. Vale decir, las exportaciones de oro inciden tan sólo en los efectivos, que, como vimos, bajaron drásticamente en término de un año, mientras que los depósitos se elevan de nuevo en m\$.n. 53 millones. En consecuencia, la curva de los depósitos bancarios se mantiene inflada a causa del acrecentamiento del crédito.

(13) Sabido es que al aumentar las transacciones hay una mayor demanda de crédito y al disminuir aquéllas se reduce también ésta. Empero, el cuadro 4 no confirma tal aseveración. Tomando el monto de los cheques compensados como índice más representativo del volumen de los negocios y haciendo confrontación de los guarismos, se ve que mientras los cheques compensados acusan una tendencia a la baja, los préstamos señalan al contrario en 1930 un aumento con respecto al año anterior.

CUADRO N° 4

CHEQUES COMPENSADOS Y LOS PRINCIPALES RUBROS
BANCARIOS, 1928-1933

(En millones de m\$.n.)

Fin de	Cheques compens. (*)	Billetes en páb.	Exist. bancar.	Présta- mos	Depósitos		% Exis- te'cia Depó- sitos
					Cuentas ctes.	Totales	
1928	48.445	871,1	878,8	3.423,1	1.301,7	3.953,2	22,2
1929	49.003	858,7	481,9	3.747,2	1.178,3	3.903,2	12,2
1930	42.302	810,1	472,5	3.941,0	1.189,3	3.956,2	11,9
1931	37.580	732,4	520,0	3.707,4	971,2	3.517,3	14,8
1932	29.711	693,5	650,1	3.466,9	1.083,2	3.525,3	18,4
1933	28.569	694,1	524,6	3.432,9	1.170,8	3.466,6	15,1

Fuente: *Revista Económica*, Octubre-Diciembre 1933, pág. 144.
Enero-Abril 1934, pág. 25.

(*) Guarismos correspondientes a todo el año.

El mantenimiento del nivel de los depósitos, no obstante la disminución de las existencias, determina una brusca caída del encaje bancario, que al cerrar el año 1930 con el guarismo reducido de 11,9 %, pone en peligro toda la estructura del crédito.

5. — Inelasticidad del régimen de la Caja de Conversión.

Salta a la vista la inelasticidad del sistema bancario. El hecho de que la reducción de los efectivos no haya sido acompañada de la correlativa contracción de depósitos y la consiguiente restricción del crédito, demuestra la insuficiencia de los resortes de la Caja de Conversión. Y sin pretender atribuir todos los males a las fallas del sistema, necesario es señalar, empero, que un Banco Central, manejado con tino, habría amortiguado las tendencias expansivas del

crédito mediante la absorción de los fondos creados por el ingreso de metálico. La Caja de Conversión carecía, en cambio, de los resortes necesarios para obrar sobre el mercado (14).

No es lugar aquí para hacer un estudio de esa institución. Diremos tan sólo que, establecida por la ley 3871, tenía por objeto cambiar oro por billetes o billetes por oro, en la proporción fijada en el artículo 7º. Esta ley, dictada en 1899, se ha convertido con el tiempo —por el mecanismo del artículo mencionado—, en la base sobre la cual se ha erigido el sistema monetario argentino. “Producto de intereses de fuerte gravitación en la política del país, la Ley de Conversión, si bien lesionaba otros, tuvo benéficos efectos sobre la economía de la clase dominante y la consolidación monetaria” (15).

En efecto, conviene recordar que la ley ha detenido la valorización de nuestro signo que se venía observando desde el año 1891. Los balances de pago favorables y la demanda cada vez mayor de circulante, motivada por el aumento de las transacciones, que seguían correlativamente al progreso general del país, determinaron una sensible apreciación del peso en términos de oro. Así, según cifras citadas por el profesor Prebisch en el estudio referido, el valor metálico del peso papel sube de 26 centavos en 1891 a 44 en 1899.

Es entonces cuando se aprovecha la ocasión y se pone, al decir del diputado J. H. Martínez, “un plafond al valor del peso papel, pues quien necesitaba éste y en cualquier

(14) “En dicho régimen toda entrada de metálico determinaba un aumento de la circulación sin que se dispusiese siempre de los medios de anular sus efectos cuando así fuese necesario.” *Memoria del Departamento de Hacienda*, correspondiente al año 1934, Buenos Aires, 1935, tomo I, pág. 133.

(15) PREBISCH, RAÚL: Id. *Revista de Ciencias Económicas*. Buenos Aires, mayo-junio 1922, pág. 293.

cantidad le bastaba ir a la Caja y entregar oro para que por cada 44 centavos oro se le diera un peso papel” (16)

Con esta ley aparece lo esencial que caracteriza el sistema monetario argentino sancionado en 1899: sobre la base de los m\$.n. 293 millones que constituyen la antigua emisión, se excluye en lo sucesivo toda nueva emisión que no sea contra el depósito de su equivalente en oro. Los pesos papel no podrían engrosar más la circulación sino después del ingreso correspondiente de metálico.

Se inicia, pues, el funcionamiento de la Caja, y es así como el aumento de la población y la creciente necesidad de moneda, dan origen a la formación en pocos años de un stock metálico. (Véase el cuadro 5.) “Es claro que, en cuanto pudo acumularse un poco de oro en la Caja, la eficacia del sistema estuvo asegurada, porque mientras el gobierno estuviera dispuesto a dar un peso por 44 centavos oro, nadie pagaría más de ello para obtenerlo” (17).

Pero esta presunta eficacia del sistema fué muy pronto sometida a duras pruebas. Al estallar la guerra europea en 1914 la Caja ha sido clausurada, declarándose la inconvertibilidad de la moneda. Pierde así el oro encerrado en la Caja su función específica de poderse canjear por los billetes que lo representan, y el valor del peso fluctúa con independencia de su respaldo metálico. De nada sirve que la garantía de oro alcance al 70 u 80 % de los billetes en circulación si no es posible su conversión. Ya son distintos los factores que determinan el valor de la moneda. Desde el momento en que se cierra la Caja, la estabilidad del peso deja de estar ligada al sistema instituido en 1899.

Y es así como pudo decirse que el sistema sólo funcionó en períodos de bonanza. Demasiado rígido en las épocas de

(16) MARTÍNEZ, JOSÉ HERIBERTO: *Los proyectos financieros ante la Honorable Cámara de Diputados (Informe del Presidente de la Comisión de Presupuesto y Hacienda)*: Buenos Aires, 1935, pág. 15.

(17) PINEDO FEDERICO: *Nuestro problema monetario* (Curso dictado en el Colegio Libre de Estudios Superiores en 1931). *Cursos y Conferencias*, Buenos Aires, 1931, pág. 44.

abundancia, permitía con la afluencia del oro el aumento del circulante, con la repercusión inflacionista sobre la estructura del crédito y los medios de pago; pero cuando el oro volvía a salir, al contraerse el circulante con sus efectos deflacionistas, provocaba alarmas y críticas por la disminución de los medios de pago, que obligaron a suspender la conversión, primero, en 1914 hasta 1927 y luego, en 1929, en adelante.

6. — La rigidez del sistema y la estructura del crédito.

Pasemos ahora a estudiar los efectos de la rigidez del mecanismo sobre la estructura del crédito.

En la organización económica actual, los billetes, como símbolos monetarios, constituyen sólo una parte, a veces la menor, de los medios de pago. Pues al lado de los billetes, signos de valor, existe otra moneda, la bancaria, formada por los depósitos bancarios en cuenta corriente.

El aumento de estos últimos pone a disposición de la colectividad medios de pago, que, de no ser controlados, podrían originar los mismos efectos que habitualmente ocasiona la emisión excesiva de billetes. La expansión de crédito actúa sobre el mercado en forma similar a la de inflación monetaria.

Ahora bien, la Caja de Conversión fué fundada sobre el principio de la separación entre la creación de medios de pago mediante la emisión de billetes y la creación de medios de pago mediante el aumento de depósitos en los bancos. Se tuvo la idea de que el valor de la moneda y su precio en el mercado de cambios dependía exclusivamente de su cantidad visible en circulación, no viéndose que los depósitos bancarios también son medios de pago, y que es tan fácil inflar unos como otros. Desvincular a ambos no es posible (18).

(18) MÜLLER, OSCAR R.: *Problemas que suscita la creación del Banco Central en la Argentina* (Curso dictado en el Colegio Libre de Estudios Superiores en 1936).

Cursos y conferencias, Buenos Aires, 1935/36, Vol. IX, N.º 4, pág. 423.

CUADRO N° 5

TENENCIAS Y MOVIMIENTO DE ORO

Años	Entradas pesos oro	Salidas pesos oro	Saldo al 31 de diciembre, pesos oro	Billetes en circulación al 31 de diciembre, pesos papel
1899	1.463.00	—	1.463.00	295.169.281.85
1900	18.396.986.60	18.398.449.00	—	292.385.554.90
1901	311.32	311.32	—	292.385.554.90
1902	21.046.49	18.183.05	2.843.44	293.274.720.41
1903	46.041.400.56	7.803.116.78	38.241.147.22	380.179.957.21
1904	22.183.540.85	10.083.049.26	50.341.638.81	407.681.073.08
1905	42.274.833.32	2.464.423.23	90.152.048.90	498.159.276.35
1906	28.234.151.60	15.655.186.11	102.731.014.39	526.747.931.81
1907	30.655.916.99	28.273.059.88	105.113.871.50	532.163.414.69
1908	34.216.023.56	12.508.171.11	126.721.723.95	581.272.167.70
1909	50.176.348.94	4.378.175.23	172.519.897.64	685.358.923.60
1910	33.989.596.61	20.515.108.32	185.994.385.95	715.982.756.22
1911	14.431.910.96	11.377.668.28	189.048.628.62	722.924.213.52
1912	39.457.536.50	5.630.633.47	222.875.530.66	799.803.534.50
1913	48.898.006.96	38.575.821.59	233.197.716.03	823.263.044.93
1914	37.286.460.75	46.078.878.75	224.405.298.03	803.280.274.77
1915	96.611.115.25	15.380.365.18	305.636.048.10	987.645.614.82
1916	34.204.287.87	23.005.010.07	316.835.325.90	1.013.098.518.39
1917	1.276.824.73 (1)	1.260.000.00	316.852.150.64 (2)	1.013.136.756.24
1918	80.047.723.54 (1)	17.867.231.65	379.032.642.52 (2)	1.154.456.054.75
1919	34.741.488.42 (1)	24.746.383.29	389.028.747.65 (2)	1.177.174.475.33
1920	156.444.821.23 (1)	74.873.647.15	470.599.921.73 (2)	1.362.563.507.27
1921	210.14	—	470.600.131.87 (2)	1.362.563.984.86
1922	—	—	470.600.131.87 (2)	1.362.563.984.86
1923	4.123.157.62 (1)	4.123.157.62	470.600.131.87	1.362.563.984.86
1924	—	18.817.147.86	451.782.984.01 (2)	1.319.797.739.72
1925	35.419.960.00 (3)	35.419.960.00	451.782.984.01	1.319.797.739.72
1926	—	—	451.782.984.01	1.319.797.739.72
1927	26.889.123.07	1.089.700.83	477.582.406.25	1.370.432.790.44
1928	30.196.885.69	18.122.153.96	489.657.138.00	1.405.875.362.37
1929	74.588.771.60	144.602.522.20	419.643.387.40	1.246.753.201.64
1930	23.616.370.23	17.485.840.24	425.773.917.39 (2)	1.260.636.224.33
1931	504.000.00	165.387.220.71	260.890.696.68 (2)	1.245.109.775.33
1932	927.24	3.968.958.98	256.922.667.93	1.338.753.004.46
1933	—	10.080.000.00	246.824.667.93	1.213.920.221.18
1934	—	—	246.842.667.93	1.171.499.457.93

FUENTE: MÜLLER, OSCAR R. — *Problemas que suscita la creación del Banco Central en la Argentina.*

Cursos y Conferencias. Buenos Aires, julio 1936, pág. 419, confront. con el *Boletín de la Dirección General de Estadística de la Nación.*

(1) Cancelada en Embajadas.

(2) Incluyendo depósitos en las Embajadas.

(3) Estas cifras se refieren exclusivamente al oro depositado y cancelado en las Embajadas y en el Banco de la Nación, de acuerdo con la ley N° 3871.

¿Cómo se reflejaban los movimientos de oro en el mecanismo así estructurado? Al ingresar metálico aumentaba la circulación monetaria, engrosando los depósitos bancarios. Sabido es que en estas condiciones los bancos proceden a aflojar los resortes del crédito y se llega así, como en los años 1927-30, a una verdadera expansión del mismo. Se buscan inversiones nuevas, muchas veces en pugna con el principio de liquidez del activo bancario y todos los canales se llenan con prescindencia a las reales necesidades del volumen de los negocios.

Pero este proceso subsiste tan sólo mientras continúa la afluencia de metálico. Interrumpida ésta, e iniciada la corriente contraria —el reflujo de metálico—, los bancos se ven en una situación difícil. La necesidad de fondos para poder retirar oro de la Caja se enfrenta con la dificultad de liquidar las inversiones representadas muchas veces por valores de difícil realización.

Conviene señalar, al respecto, que el reflujo de metálico coincide casi siempre con el receso económico en que los cálculos del productor se ven defraudados por el escaso rendimiento. “El productor no puede hacer frente a sus compromisos y los préstamos se congelan a lo largo de la cadena de intermediarios hasta llegar a los bancos” (19). Es así como las exportaciones de oro se efectúan a expensas de los efectivos bancarios que registran drenajes considerables, hasta llegar a un límite en que se impone la clausura de la Caja.

El proceso arriba descripto pone de manifiesto la excesiva rigidez del sistema. De poseer la Caja de Conversión resortes que le hubiesen permitido absorber una parte del oro ingresado al país, se habría atenuado la expansión desmesurada del crédito y no se hubiera llegado quizás a la generalizada congelación de carteras.

(19) MINISTERIO DE HACIENDA DE LA NACIÓN: *La acción de emergencia en el problema monetario*. Buenos Aires, 1932, pág. 9.

Con el mecanismo de la Caja, la entrada del metal amarillo suponía el incremento de la circulación sin tener en cuenta la real demanda de las transacciones, así como la salida del oro implicaba la contracción de la moneda, aun cuando los billetes estuvieran reclamados por las necesidades del mercado.

Esta falta de elasticidad hace que nuestro sistema monetario no pueda resistir durante largo tiempo el reflujo de metálico. Demasiado ligada la cantidad de moneda a la cantidad de oro acumulado, la inversión del ciclo económico sorprende a las instituciones bancarias en una situación difícil, desprovistas por completo de resortes para amortiguar los efectos del descenso de las exportaciones e inversiones de capitales extranjeros.

7. — Los años de crisis y las medidas de emergencia.

El drenaje de las existencias bancarias motivado por las exportaciones de oro, coloca a algunos establecimientos en condiciones precarias para hacer frente a posibles dificultades. Entraña esta situación consecuencias peligrosas, ya que el cierre de las puertas por parte de un Banco propagaría el pánico a todo el mercado. Era necesario aliviar la tensión monetaria, que llegó a su punto máximo en el primer trimestre de 1931. Los efectivos, entre fines de diciembre de 1930 y fines de marzo de 1931, experimentan una nueva reducción de m\$.n. 39,1 millones, y el encaje desciende a un mínimo de 11,2 %.

Ante esta situación el Gobierno Provisional resuelve, el 25 de abril de 1931, aplicar las leyes de redescuento.

Consistía esta medida en autorizar al Banco de la Nación a llevar a la Caja de Conversión los documentos en su poder, derivados muchos de los descuentos que había efectuado a los bancos particulares, con el fin de transformarlos en billetes.

Con ello se procede a emitir billetes —por primera vez después de la crisis de 1890—, no contra garantía metálica, como era la norma desde entonces, sino contra documentos comerciales.

No fué, como lo señala el propio Gobierno, una medida de política monetaria, sino una imposición inexorable de los hechos (20).

En efecto, la disminución de las existencias asume a principios de 1931 proporciones alarmantes. El mes de marzo cierra con la cantidad exigua de m\$.n. 433,4 millones, lo que importa un encaje de 11,2 %.

Era apremiante colocar a los bancos en situación de poder responder a los compromisos contraídos con sus depositantes. Era necesario que las instituciones reconstituyeran sus encajes a fin de evitar una liquidación precipitada de sus carteras, que podría ser desastrosa dada la coyuntura del momento. Era imperioso evitar que toda la estructura del crédito se viera sacudida por falta de cumplimiento aunque fuera de uno solo de sus compromisos.

La aplicación del redescuento no tarda en aliviar la tensión existente. En abril se registra un repunte de los efectivos. De m\$.n. 433,4 millones para fines de marzo de 1931, suben a m\$.n. 512,9 millones para igual fecha del mes siguiente. Ello permite a los bancos que estaban en situación delicada, a causa de reducidas disponibilidades, reponer sus existencias y colocarse en condiciones de hacer frente a posibles emergencias.

La evolución de los encajes se ve claramente al confrontar en el cuadro 4 los guarismos respectivos de los años 1930 y 1931. El exiguo coeficiente de 11,9 % que corresponde al período mencionado en primer término, cede lugar al más considerable de 14,8 %, al clausurar el segundo.

Análogo incremento de los encajes es dable observar

(20) Id., pág. 13.

en los meses de mayo y junio de 1932, motivado por una medida similar, como ha sido la caución de los títulos del Empréstito Patriótico en la Caja de Conversión.

8. — La transformación del sistema monetario.

Pero estas medidas adoptadas para reponer las existencias, a la vez que aliviaron la tensión bancaria, cambiaron fundamentalmente el régimen monetario instituido en 1899.

Aplicadas para contrarrestar los efectos originados por la inelasticidad del mecanismo, contribuyeron también a su completa transformación. La introducción del redescuento en 1931 da por tierra con la emisión basada en oro, que era la característica esencial del sistema. Ya no se trata de una simple suspensión de la convertibilidad, como era durante el período de 1914-1927. Se trata de una innovación basada en otros principios y que obedece a propósitos distintos.

La Caja de Conversión tenía por función exclusiva cambiar papel por oro y oro por papel. El ingreso de metálico determinaba la emisión correspondiente de billetes, a la vez que el reflujo del mismo provoca la contracción equivalente en el medio circulante. Había una relación directa entre los movimientos de oro resultantes de los balances de pago y los billetes en circulación.

Si a consecuencia de las cuentas internacionales favorables ingresaba oro, se lanzaba moneda al mercado; si, en cambio, los balances de pago arrojaban un déficit, debíase exportar oro y, por consiguiente, retirar billetes de la circulación. Las fluctuaciones en el mercado monetario prescindían en absoluto de las necesidades de los negocios.

Con la aplicación del redescuento cambia la situación. Desde el momento que se emite ya no contra metálico sino contra documentos comerciales provenientes del giro de los negocios, desde el momento que la circulación monetaria queda desligada de los movimientos del oro, se introduce un elemento

de elasticidad en nuestro mecanismo. Y una vez introducido el concepto de elasticidad, ya no es fácil desarraigarlo.

Asimismo, con la emisión de billetes en 1932 contra la caución de títulos del Empréstito Patriótico, se admite en principio, si bien con muchos recaudos, de que el título del Estado puede servir de respaldo a los billetes tanto como el oro o el papel comercial ⁽²¹⁾.

Aparecen, pues, al lado de los billetes emitidos con garantía metálica que eran certificados de oro —no convertibles por la clausura de la Caja de Conversión— otros billetes que representaban documentos comerciales y títulos públicos.

Mientras en el período 1890-1931 la circulación monetaria estaba relacionada única y exclusivamente con los movimientos de oro, a partir del mes de abril de 1931, el medio circulante se desvincula de aquéllos. Los rodajes introducidos durante la crisis transformaron el sistema implantado en 1899.

9. — Los elementos dispersos y la necesidad, cada vez más acentuada, de su coordinación.

Las medidas de emergencia no sólo determinan la deformación del régimen monetario existente, no sólo quitan al mecanismo de la Caja su atributo esencial: emitir billetes contra oro y entregar oro contra papel, sino que aparece también una serie de organismos nuevos, creados precisamente para atenuar los efectos de la rigidez de aquel sistema.

La aplicación del redescuento da origen a la Comisión de Redescuento. La emisión de billetes contra la caución de títulos del Empréstito Patriótico, determina la creación de la Junta Autónoma de Amortización. A su vez, la nueva política del Gobierno en materia de cambios, da vida a la Oficina de Control de Cambios y al Fondo de Divisas.

(21) MÜLLER, OSCAR R.: Id., pág. 425.

Surgen así, a causa de la crisis, rodajes dispersos, cada uno con funciones propias, sin correlación entre sí, y de ahí que se sienta la necesidad de coordinar sus elementos. Se tienen ya algunos resortes de un Banco Central, los que corresponden a su parte impelente, llamados a dotar al mercado de circulante en momentos de escasez; pero faltan aún otros, los elementos absorbentes, por medio de los cuales se podría retirar en el período de plétora los fondos excedentes, potenciales de una inflación de crédito ⁽²²⁾.

Se carecía del resorte de las *cuentas corrientes bancarias*, que permite la centralización de los efectivos, convirtiéndolos en una fuente de recursos común a la que pueden acudir las instituciones en casos de apremio. Se carecía de los instrumentos de la *tasa del descuento* y de las *operaciones de mercado abierto*, medios que se complementan para regular el crédito y la moneda.

Esta situación plantea la necesidad de reunir en un solo organismo los elementos dispersos ya existentes y dotarlo de otros nuevos, a fin de lograr el aprovechamiento máximo de las reservas. Era necesario el manejo coordinado de “toda la disponibilidad de dinero de la colectividad bancaria” y no la acción aislada, sin cohesión alguna, que era evidentemente ineficaz. Y es así que el Poder Ejecutivo somete al Congreso, a fines de 1934, un proyecto de creación del Banco Central,

(22) “Cuando se puede emitir sobre títulos, cuando se puede emitir sobre letras, se tiene la parte emisora del Banco Central, pero no se tiene la parte absorbente, no se tiene el organismo que puede retirar el dinero del mercado... Se tiene lo malo, no lo bueno.” (Palabras pronunciadas por el diputado Federico Pinedo en la Cámara baja en 1932, y luego por él mismo citadas en el Senado en 1935, al intervenir como Ministro de Hacienda en el debate sobre los proyectos financieros.)

Diario de Sesiones de la H. Cámara de Senadores, Buenos Aires, 1934/35, tomo III, pág. 685.

remitido conjuntamente con un plan completo de reordenamiento monetario (23).

Ya no se podía hablar de reajustes automáticos. “El sistema de la Caja de Conversión —decía en su mensaje el Poder Ejecutivo— ha desaparecido. Y en estas circunstancias —agregaba—, antes que esforzarse en volver en medio de insuperables dificultades a lo que tanto se ha transformado, es aconsejable más bien emprender un nuevo camino, en que el país podrá sacar provecho de su experiencia para corregir los defectos del anterior sistema y prevenir o amortiguar las fuerzas que han trabado el desenvolvimiento regular de nuestro mecanismo monetario” (24).

Estas palabras traducían el pensamiento del Poder Ejecutivo sobre la cuestión monetaria argentina. No era ya posible, a su juicio, conformarse con paliativos parciales; no bastaba ya con reajustar los resortes existentes. Se imponía la reforma completa del mecanismo monetario. Y en este sentido aconsejaba la creación del Banco Central, organismo llamado a reunir los elementos que ya existían y a ser dotado de resortes nuevos para poder cumplir con la función primordial de los Institutos de este género, a saber: regular la moneda y el crédito adaptando el circulante a las necesidades reales de la actividad económica.

(23) Es interesante señalar que es esta dispersión de elementos y funciones a la que se refiere también el profesor Dr. Pedro J. Baiocco en su carta enviada con fecha 28 de enero de 1935 al senador Alfredo L. Palacios, cuando al evacuar la consulta de éste sobre el mismo asunto, dice: “En cuanto a la oportunidad de sancionar estos proyectos, a nuestro entender debe admitirse, no tanto por haberse normalizado la economía del país, como parece sostener el Poder Ejecutivo, sino por el peligro que se corre de que los actuales engranajes muestren inopinadamente sus fallas, ya que carecen de los resortes y recursos de un sistema orgánico.” *Revista de Ciencias Económicas*, Buenos Aires, marzo 1935, pp. 288/89.

(24) MINISTERIO DE HACIENDA: *Leyes sobre bancos y moneda*, Buenos Aires, 1935, pág. 57.

Constitución del Banco Central de la
República Argentina





III BIBLIOTECA

CONSTITUCION DEL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

1.— La reforma sancionada y las medidas iniciales.

En el capítulo anterior hemos visto cómo la crisis de 1929-30 ha sorprendido a nuestro sistema monetario en situación poco propicia para defenderse. Vimos cómo la tensión bancaria que se venía observando desde 1930, llega a su punto crítico en los comienzos de 1931, lo que obliga al Gobierno a tomar medidas de emergencia. Dispónese la aplicación de las leyes de redescuento, y un año más tarde se autoriza con fines iguales la caución de una parte de los títulos del Empréstito Patriótico en la Caja de Conversión.

Con estas medidas, a la vez que se logra aliviar momentáneamente la situación bancaria del país, se deforma también el régimen monetario imperante.⁽²⁵⁾

El mecanismo de la Caja de Conversión instituido en 1899, se basaba, como sabemos, en el canje de oro por billetes y de billetes por oro. El medio circulante se expandía o se restringía según que el metálico afluyera o refluyera del país. La emisión estaba ligada única y exclusivamente a los movimientos del metal amarillo.

(25) A consecuencia de estas medidas, los efectivos bancarios suben de m\$n. 433,4 millones en marzo de 1931 a m\$n. 520,0 millones en diciembre de igual año, y los encajes pasan de 11,2 % a 14,8 % en los períodos respectivos.

Las inconversiones decretadas primero en 1914 y luego en 1929, suspenden el funcionamiento del sistema, pero no lo modifican. Recién la aplicación del redescuento, dispuesto en 1931, con la introducción de principios nuevos en el mecanismo monetario, determina una transformación completa del sistema implantado en 1899.

Después de las medidas de emergencia tomadas en 1931 y 1932, ya no se podía retornar al régimen de la Caja de Conversión. Imponíase la necesidad de un reajuste total de nuestro organismo monetario, y es con este propósito que el Poder Ejecutivo somete a consideración del Congreso un plan completo de reordenamiento.

Comprendía este último la sanción de seis proyectos de leyes referentes: 1º a la creación del Banco Central; 2º al establecimiento del régimen legal de los bancos; 3º a la fundación de un Organismo para movilizar los activos bancarios congelados; 4º y 5º a ciertas modificaciones de las leyes de los Bancos Oficiales aconsejadas por la práctica; y 6º a la formación de una Comisión Organizadora encargada de proveer todo lo relativo a la organización de las nuevas instituciones.

La iniciativa tuvo entrada en la Cámara de Senadores en su sesión extraordinaria del 19 de enero de 1935.⁽²⁶⁾ Comenzó la discusión de los proyectos en la sesión del 29 del mismo mes, obteniendo la sanción legislativa el 21 de marzo de igual año y siendo promulgadas las leyes respectivas el 28 de marzo de 1935.

Pero con aprobar la reforma no se crean aún las condiciones propicias para la aplicación del nuevo régimen. En lo que al Banco Central se refiere, su funcionamiento satisfactorio requiere, como es sabido por la experiencia de otros países, una serie de medidas previas consistentes en el sanea-

(26) *Diario de Sesiones de la Cámara de Senadores*, 1924/35, tomo III.

miento del mercado monetario y del crédito. Era necesario proceder antes a la cancelación o a la consolidación de la deuda flotante bancaria del Gobierno Nacional. Baste recordar que tan sólo su deuda directa e indirecta con el Banco de la Nación, alcanzaba al 31 de mayo de 1935, o sea a la fecha de la iniciación del nuevo organismo, la suma de m\$.n. 551,7 millones.

Ello sin contar la ingente cantidad superior a 100 millones que el Gobierno adeudaba directamente a otros bancos e instituciones de la plaza.

Toda esta deuda a corto plazo gravitaba sobre el mercado, y como su mayor parte estaba representada por letras de tesorería colocadas entre bancos a los que el Estado no podía pagar, esos documentos se iban renovando constituyendo así una amenaza de convertirse en fondos congelados.

A su vez, la transferencia al Banco Central de los rubros activos y pasivos de la Caja de Conversión, dispuesta por la reforma sancionada, no podía operarse en la forma en que figuraban esos renglones en el balance de la extinguida Institución. Imponíase una depuración previa para que el nuevo organismo contara con resortes suficientes como para poder actuar con eficacia sobre el mercado.

Para realizar todo este programa dictóse la ley 12.160 llamada de Organización. Establecía esta última entre otras medidas, la designación de una Comisión Organizadora, presidida por el Ministro de Hacienda, y encargada de reunir los elementos dispersos que ya existían y sentar las bases para la constitución del Banco Central y del Instituto Movilizador.

La ejecución de este programa está vinculada estrechamente al saneamiento bancario y monetario, y se inicia con la revaluación del oro existente en la Caja de Conversión.

Con el beneficio resultante del justiprecio del metálico, se iba a disponer de fondos para cancelar una gran parte de la deuda flotante y consolidar la situación de los establecimientos de crédito.

2. — La revaluación del oro y el beneficio obtenido.

El oro existente en la Caja de Conversión antes de constituirse el Banco Central, ascendía a un equivalente de m\$.n. 561,0 millones a la par, o sea 246,8 millones de pesos oro.

De acuerdo con lo aconsejado por la Comisión Organizadora, las tenencias metálicas fueron revaluadas a razón de m\$.n. 25 por libra esterlina oro, lo que correspondía aproximadamente al tipo m\$.n. 15 por libra papel fijado para la adquisición de letras a los exportadores en el mercado oficial de cambios.

La diferencia entre el nuevo valor y el valor con que esas existencias habían figurado en los libros de la extinguida Caja, constituyó el beneficio de la revaluación a favor del Estado.

Según se desprende del cuadro 6, el beneficio derivado de la revaluación del metálico, alcanzó m\$.n. 663,4 millones.

CUADRO N° 6
BENEFICIO DE LA REVALUACION DEL ORO

Monedas de oro que pasan al Banco Central	Cantidad	Tipo par	Valor par m\$.n.	Tipo de reval.	Nuevo valor m\$.n.
Argentinos .	1.523.329	11,363636	17.310.557,00	24,8016	37.780.996,53
Aguilas N.A.	12.237.843	23,554545	288.256.829,00	51,4087	629.131.599,43
Libras Est.	22.300.202	11,454545	255.438.649,34	25,0000	557.505.050,00
Totales..			<u>561.006.035,34</u>		<u>1.224.417.645,96</u>

RESUMEN:

Nuevo valor asignado	m\$.n. 1.224.417.645,96
Valor anterior a la par	„ 561.006.035,34
Beneficio de la revaluación	<u>m\$.n. 663.411.610,62</u>

Fuente: *Memoria del Departamento de Hacienda*, correspondiente al año 1934, tomo I, pág. 121.

A este beneficio debe agregarse la parte proveniente de la moneda subsidiaria, que conforme el artículo 4º de la Ley de Organización, quedó a cargo exclusivo del Estado y sin garantía específica alguna.

La moneda subsidiaria estaba constituida por billetes de cinco pesos y denominaciones inferiores y por las monedas de níquel y cobre. Alcanzaba un total de m\$.n. 211,8 millones y su emisión estaba íntegramente cubierta por oro.

Dado el carácter y las funciones de esa moneda, destinada a facilitar las pequeñas transacciones diarias, en representación de unidades mayores, se ha creído innecesario respaldarla con garantía alguna. Tal criterio estaba abonado por la experiencia y el uso generalizado. Así lo entendió también el legislador cuando dispone “deducir de la emisión actual, antes de realizar las transferencias mencionadas, la moneda subsidiaria de denominaciones de cinco pesos e inferiores (incluso las monedas de níquel y cobre), de lo que se hará cargo el gobierno nacional, así como de la acuñación futura de esta moneda subsidiaria (27).

Al constituirse el Banco Central, el monto de esta moneda era el siguiente:

Billetes de m\$.n. 5,00 e inferiores	m\$.n.	174.134.503,00
Monedas de níquel y cobre	„	37.649.155,80
		<hr/>
Total de moneda subsidiaria	m\$.n.	<u>211.783.658,80</u>

De acuerdo al precepto legal arriba expresado, esta cantidad fué deducida de la emisión total de la moneda, a saber:

Emisión a cargo de la Caja de Conversión	m\$.n.	1.215.720.238,80
Menos moneda subsidiaria	„	211.783.658,80
		<hr/>
Billetes que pasan a cargo del Banco Central	m\$.n.	<u>1.003.936.580,00</u>

(27) Ley de Organización Nº 12.160, art. 4º, inc. c).

Del importe de la moneda subsidiaria, se destinó la cantidad de m\$.n. 37,6 millones — representada por las monedas de níquel y cobre —, a engrosar el beneficio obtenido por la revaluación, formando así un fondo global de m\$.n. 701,0 millones:

Beneficio resultante de la revaluación	m\$.n.	663.411.610,62
Beneficio de monedas de níquel y cobre	„	37.649.155,80
Beneficio total	m\$.n.	<u>701.060.766,42</u>

3.— El programa de saneamiento y la aplicación del beneficio.

Las tareas de la Comisión Organizadora dieron origen, entre otras iniciativas, a una serie de recomendaciones que fueron traducidas en dos decretos del Poder Ejecutivo, Nros. 61.126 y 61.127. El primero de estos decretos reglamenta la Ley relativa al Banco Central y el segundo contempla en detalle las operaciones constitutivas del Banco.

Este último decreto abarea en realidad todos los aspectos del programa de saneamiento. Conviene recordar el propósito mismo de este programa. Con los fondos resultantes de la revaluación del oro y del traspaso de una parte de la moneda subsidiaria, se debían realizar dos objetivos: a) sanear la situación bancaria, y b) liberar el mercado de la presión ejercida por la deuda pública flotante.

El primer objetivo comprendía la cancelación del redescuento y la reconstitución de los encajes, mejorando así la situación de los establecimientos de crédito. El segundo, estrechamente vinculado al primero — puesto que en realidad no son más que dos aspectos complementarios de un mismo programa —, contemplaba la cancelación de una gran parte de la deuda a corto plazo y la consolidación de la parte restante.

Como se ve, la finalidad primordial fué la de aliviar la plaza, devolviéndole el estado normal de liquidez y terminar con la amenaza constante de los fondos congelados que gravitaba sobre el mercado.

Veamos, ahora, la realización de este propósito.

El artículo 7º del Decreto sobre operaciones constitutivas establece el destino de los fondos obtenidos por el Gobierno, de la revaluación y de la transferencia de una parte de la moneda subsidiaria.

Dispone su inversión en la siguiente forma: 1) integrar las acciones del capital del Banco Central que le corresponde suscribir al Gobierno Nacional; 2) constituir el capital del Instituto Movilizador y 3) formar el fondo inicial de reserva del mismo Instituto.

En consecuencia, el beneficio quedó distribuído en la forma que se detalla:

1) Capital del Banco Central sus-		
cripto por el Gobierno	m\$.n.	10.000.000,00
2) Capital del Instituto Movilizador	„	10.000.000,00
3) Fondo de Reserva del Instituto		
Movilizador (monto inicial)	„	681.060.766,42
		<hr/>
Total del beneficio	m\$.n.	701.060.766,42
		<hr/>

Ahora bien, del monto inicial de reserva del Instituto (m\$.n 681 millones) se separa, conforme a las recomendaciones de la Comisión Organizadora, la cantidad de m\$.n. 380 millones que se destina a la ejecución de la etapa a) del plan relativo al programa de saneamiento. Vale decir, se provee al Instituto Movilizador, de recursos suficientes como para adquirir a los bancos sus activos congelados, permitiéndoles así cancelar el redescuento y reconstituir sus encajes, con arreglo a las nuevas exigencias legales.

La razón de ser la cantidad mencionada (m\$.n. 380 millones) fué la siguiente. El redescuento de la extinguida

Caja de Conversión que pasó para su gestión a la Comisión de Redescuento por cuenta del Instituto Movilizador, ascendía a m\$.n. 216,4 millones. Para reconstituir los encajes y atender retiros de depósitos, se calculaba una suma de m\$.n. 163,6 millones. Esta cifra fué más bien exagerada, pues debe tenerse en cuenta que el pago en efectivo de las letras de tesorería, colocó a varios bancos en condiciones de cumplir con exceso las disposiciones relativas al encaje mínimo (28).

Al separar el fondo definitivo del monto inicial de reserva, quedó un remanente, a saber:

Monto inicial del Fondo de Reserva	m\$.n.	681.060.766,42
Monto definitivo del Fondo de Reserva	„	380.000.000,00
Saldo	<u>m\$.n.</u>	<u>301.060.766,42</u>

Esta diferencia fué transferida al Gobierno Nacional, quien la aplicó para cancelar una parte de la deuda flotante bancaria, es decir, para ejecutar la etapa b) del programa que examinamos.

El decreto sobre operaciones constitutivas del Banco Central fija en sus artículos 12 al 14 la distribución de los fondos destinados a la amortización de una parte de la deuda flotante.

Conviene recordar que la deuda total del Gobierno Nacional con el Banco de la Nación, ascendía, al 31 de mayo de 1935, o sea a la fecha de la constitución del nuevo organismo, a m\$.n. 551,7 millones, distribuídos en la forma que se indica en el cuadro 7.

De acuerdo a este cuadro, distínguese en la deuda global, la directa de la indirecta.

(28) Cfr., *Memoria del Departamento de Hacienda*, correspondiente al año 1934. Buenos Aires, 1935, tomo I, pág. 124.

CUADRO N° 7

**DEUDA DEL GOBIERNO NACIONAL CON EL BANCO DE LA
NACION ARGENTINA
Al 31 de Mayo de 1935**

I. — <i>Deuda Directa</i>		
Reintegro Fondo de Conversión	m\$.n.	15.909.090,91
Leyes de Armamento (11.266 y 11.378) ..	,,	45.440.820,54
Tesorería General	,,	123.683.255,03
Préstamo a Gran Bretaña (Ley 10.350) ..	,,	66.682.902,47
Préstamo a Francia (Ley 10.350)	,,	1.124.533,21
Compra "La Reserva"	,,	8.127.000,00
Compra Teatro Cervantes	,,	3.007.556,55
Intereses, comis., etc. Préstamo Chatham	,,	9.623.371,73
Total	m\$.n.	273.598.530,44
II. — <i>Deuda Indirecta</i>		
Importe usado en las cauciones de Letras	m\$.n.	278.149.164,76
Total Deuda Directa e Indirecta	m\$.n.	551.747.695,20

Fuente: MINISTERIO DE HACIENDA DE LA NACIÓN: *Decretos sobre Bancos y Moneda*, Buenos Aires, 1935, pág. 23.

Procede señalar el origen de esa deuda indirecta. Se trataba de letras de tesorería colocadas entre los bancos de la plaza, y como el Gobierno no las podía pagar por falta de fondos, los establecimientos se veían obligados, ante la necesidad de proveerse de disponibilidades, a solicitar dinero en préstamo al Banco de la Nación contra caución de esas letras (29).

(29) "En realidad, el Banco de la Nación venía a adelantar de sus fondos las cantidades necesarias para restituir a los bancos los recursos prestados al Gobierno, de modo que con justicia se puede hablar de una deuda indirecta del Gobierno con el Banco de la Nación." *Poder Ejecutivo Nacional*, 1932/38. Buenos Aires, 1933, volumen I, Hacienda.

El total de estas letras caucionadas o redescontadas por los bancos y otras instituciones en el Banco de la Nación, alcanzaba a la fecha del traspaso a m\$.n. 386,3 millones, según el detalle que sigue:

*Letras de Tesorería caucionadas en el Banco
de la Nación*

a) Importe usado	m\$.n.	278.149.164,76
b) Importe no usado	„	108.195.735,24
		<hr/>
Total de letras caucionadas	m\$.n.	<u>386.344.900,00</u>

La cifra señalada en primer término (m\$.n. 278,1 millones) es la que representa el monto de la deuda indirecta que el Gobierno tenía con el Banco de la Nación Argentina.

Explicado el origen de esta última y determinado el importe de la deuda directa (m\$.n. 273,6 millones), podemos ver ahora la forma en que el Gobierno utilizó los fondos en la amortización parcial de ambas.

Según se desprende del cuadro 8, la deuda directa fué reducida en m\$.n. 150 millones, quedando un remanente de m\$.n. 123 millones.

CUADRO N° 8

CANCELACION DE LA DEUDA FLOTANTE BANCARIA

I. — AMORTIZACION DE SU DEUDA DIRECTA EN EL BANCO DE LA NACION ARGENTINA

Importe fijado por el artículo 12 del Decreto de operaciones constitutivas . m\$n. 150.000.000.—

II. — CANCELACION DE LETRAS DE TESORERIA

1º *Caucionadas por Bancos y otras Instituciones en el Banco de la Nación:*

a) *Importe no usado*

BANCOS:

Letras de Tesorería canceladas m\$n. 107.039.032,55

OTRAS INSTITUCIONES:

Letras de Tesorería canceladas „ 1.156.702,69 m\$n. 108.195.735,24

b) *Importe usado*

BANCOS Y OTRAS INSTITUCIONES:

Letras de Tesorería canceladas „ 23.440.344,76

2º *No caucionadas en el Banco de la Nación:*

BANCOS:

Letras de Tesorería canceladas „ 4.575.000,00

III. — PAGO DE INTERESES SOBRE LETRAS DE TESORERIA

1º *Sobre Letras caucionadas en el Banco Nación: m\$n 345.594.900,00.*

BANCOS m\$n 2.571.446,05

OTRAS INSTITUCIONES „ 384.052,06 „ 2.955.498,11

2º *Sobre Letras no caucionadas:*

m\$n 58.575.000.

BANCOS „ 305.243,75

m\$n. 139.471.821.86

Remanente que queda depositado en el Banco Central para cancelar la deuda flotante bancaria	„	11.588.944,56
---	---	---------------

Fuente: MINISTERIO DE HACIENDA: *Decretos sobre Bancos y Moneda*. Buenos Aires, 1935, pág. 22.

Amortización de la deuda directa con el Banco de la Nación:

Importe según el cuadro 7	m\$.n.	273.598.530,44
Pago realizado por el Gobierno	„	150.000.000,00
Saldo de la deuda directa	m\$.n.	123.598.530,44

En cuanto a la deuda indirecta, fué cancelada, según puede verse en el cuadro 8, en la suma de m\$.n. 23,4 millones, quedando un saldo de m\$.n. 254,7 millones.

Amortización de la deuda indirecta con el Banco de la Nación:

Importe según el cuadro 7	m\$.n.	278.149.164,76
Pago realizado por el Gobierno	„	23.440.344,76
Saldo de la deuda indirecta ...	m\$.n.	254.708.820,00

Según hemos visto, el importe no usado de las letras de tesorería caucionadas alcanzó a m\$.n. 108,2 millones. Este guarismo ha sido cancelado directamente por el Gobierno a los bancos junto con el pago de una parte de las otras letras no redescontadas, hasta alcanzar un total de pesos moneda nacional 139,5 millones (incluidos los intereses sobre todas las letras emitidas). Véase el cuadro 8.

Aparte de su deuda con el Banco de la Nación y con otros bancos, el Gobierno utilizó el Fondo de Conversión,

de m\$.n. 72,1 millones, acumulado conforme a la ley N° 3871 en el Banco de la Nación, en la siguiente forma ⁽³⁰⁾:

I. — Importe total del Fondo de Conversión	m\$.n.	72.108.903,99
II. — <i>Utilizado:</i>		
Amortización del préstamo Baring	28.636.363,63	
Cancelación del préstamo Chat-ham a la Munic. de la C. Federal	37.926.357,66	„ 66.562.721,29
III.—Remanente	m\$.n.	<u>5.546.182,70</u>

El saldo de m\$.n. 5,5 millones fué aplicado para amortizar el resto de la deuda directa con el banco mencionado, que de m\$.n. 123,6 millones queda reducido así a m\$.n. 118,1 millones. Este último importe, y siempre según el decreto sobre operaciones constitutivas, ha sido abonado a aquel banco por el Gobierno en títulos de la deuda pública consolidada.

Nos queda aún ver la operación realizada con el saldo de la deuda indirecta con el Banco de la Nación. Según vimos, el saldo de las Letras de Tesorería redescontadas y que no fué cancelado, alcanzó m\$.n 254,7 millones. Esas letras fueron transformadas en Bonos Consolidados del Tesoro Nacional, y en esta forma adquiridos por el Banco Central a los bancos e instituciones, que aplicaron a su vez esos fondos a pagar al Banco de la Nación el importe usado en las cauciones.

Sería interesante resumir la forma en que fueron utilizados los beneficios derivados de las transferencias dispuestas por la Ley de Organización (art. 4°), y el Decreto sobre operaciones constitutivas (art. 6°).

(30) Cfr., MINISTERIO DE HACIENDA DE LA NACIÓN: *Decretos sobre Bancos y Moneda*. Buenos Aires, 1935, pág. 23.

A ello responde el cuadro 9, en el cual están presentados los guarismos respectivos.

4. — Las operaciones constitutivas y la estructura del balance inicial del Banco Central.

Explicada la finalidad perseguida por el programa de saneamiento bancario, determinada la aplicación del beneficio derivado de las operaciones constitutivas, veamos ahora — a la luz de los traspasos estudiados —, la estructura del primer balance del Banco Central.

Recuérdese, al respecto, que con arreglo a la reforma sancionada quedó suprimida la Caja de Conversión, debiendo pasar, como se ha dicho, sus rubros activos y pasivos a la nueva Institución creada.

CUADRO Nº 9

BENEFICIOS OBTENIDOS Y SU UTILIZACION

I. — *BENEFICIOS:*

Revaluación	m\$n. 663.411.610,62	
Moneda subsidiaria	„ 37.649.155,80	m\$n. 701.060.766,42

II. — *UTILIZACION:*

Capital del Gobierno Nacional en el Banco Central	m\$n. 10.000.000,00	
Capital Instituto Movilizador	„ 10.000.000,00	
Monto inicial del Fondo de Reserva del Inst. Movilizador	„ 681.060.766,42	„ 701.060.766,42

Monto inicial del Fondo de Reserva del Inst. Movilizador..... m\$n. 681.060.766,42

Se ha separado para formar oportunamente el monto definitivo de dicho Fondo de Reserva:

a) para compra de Redescuento	m\$n. 216.404.765,02	
b) para reconstitución de encajes de los bancos ...	„ 163.595.234,98	m\$n. 380.000.000,00

Diferencia

m\$n. 301.060.766,42

Inversión de esta diferencia:

Amortización de la deuda directa con el Banco de la Nación	m\$n. 150.000.000,00	
Pago de Letras de Tesorería (incluido intereses)	„ 139.471.821,86	
Depósito en el Banco Central	„ 11.588.944,56	m\$n. 301.060.766,42

Fuente: MINISTERIO DE HACIENDA DE LA NACIÓN: *Decretos sobre Bancos y Moneda*. Buenos Aires, 1935, pág. 24.

Pero es de comprender que tal como figuraban los renglones en el balance del extinguido organismo, no podrían transferirse al Banco Central. Requeríase una depuración previa. El nuevo Instituto no podía iniciarse con valores congelados en su activo. Para cumplir con las funciones que le fueran asignadas, necesitaba contar con recursos suficientes como para poder actuar con eficacia sobre el mercado, recursos de que carecía el mecanismo anterior.

Como resultado de las operaciones constitutivas y de las que el nuevo organismo realizó en uso de sus atribuciones, aparece el primer balance de éste completamente modificado. Para facilitar comparaciones, se presenta también el último balance de la Caja de Conversión, despojado de sus cuentas accesorias.

*Ultimo balance de la Caja de Conversión,
previo a la transferencia*

ACTIVO

Oro	m\$n.	561.006.035,34
Títulos del Empréstito Patriótico ..	,,	145.291.180,00
Redescuento	”	216.404.765,02
Crédito contra el Gobierno Nacional por emisiones anteriores a la Ley N° 3871	,,	293.018.258,44
		<hr/>
	m\$n.	1.215.720.238,80
		<hr/> <hr/>

PASIVO

Billetes y moneda subsidiaria	m\$n.	1.215.720.238,80
		<hr/> <hr/>

*Balance constitutivo del Banco Central,
después de la transferencia*

ACTIVO

Bancos accionistas, Cuenta Suscripción de Acciones	m\$n.	9.500.000,00
Oro en el país	,,	1.224.417.645,96
Oro y Divisas, Corresponsales en el Exterior	,,	122.556.688,62
Bonos Consolidados del Tesoro Nacional	,,	400.000.000,00
Bono de Garantía	,,	118.883.755,44
Moneda subsidiaria	,,	11.008.133,62
		<hr/>
	m\$n.	<u>1.886.366.223,64</u>

PASIVO

Capital suscrito	m\$n.	20.000.000,00
Billetes	,,	964.423.830,00
Cuentas Corrientes Oficiales	,,	136.337.509,50
Cuentas Corrientes de Bancos Accionistas (incluidos los depósitos de la Cámara Compensadora)	,,	578.532.592,99
Cuentas Corrientes Varias	,,	1.888.111,61
Recursos para el Capital del Instituto Movilizador	,,	10.000.900,00
Recursos para el Fondo de Reserva del Instituto Movilizador	,,	163.595.234,98
Gobierno Nacional, Recursos para el Pago de la Deuda Flotante Bancaria	,,	11.588.944,56
		<hr/>
	m\$n.	<u>1.886.366.223,64</u>

Según puede verse en los balances que anteceden, el activo de la Caja consistía en: a) oro que figuraba en los libros por un valor de m\$. 561,0 millones; b) títulos del Empréstito Patriótico que habían sido entregados en concepto de garantía por la emisión correspondiente de billetes; de m\$. 170,0 millones a que ascendía su importe primitivo, fué reducido por sucesivas amortizaciones hasta llegar a la cantidad consignada, de m\$. 145,3 millones ⁽³¹⁾; c) documentos comerciales redescontados por intermedio del Banco de la Nación, depositados en la Caja en calidad de respaldo de los billetes emitidos para proporecionar a los bancos los fondos requeridos para su gestión; este rubro alcanzaba a m\$. 216,4 millones; d) crédito contra el Gobierno Nacional por las antiguas emisiones, anteriores a la Ley de Conversión N° 3871 y que importaba m\$. 293,0 millones.

El pasivo de la Caja comprendía el total de los billetes y la moneda subsidiaria en circulación.

Veamos, pues, los cambios experimentados por los distintos rubros al pasar al Banco Central.

Análisis del Activo

Oro en el país. — El oro fué transferido de acuerdo con su nueva asignación, por el valor de m\$. 1.224,4 millones.

Títulos del Empréstito Patriótico. — En cuanto al saldo del crédito contra el Gobierno por la caución de los títulos del Empréstito Patriótico, que, según se ha visto, ascendía a m\$. 145,3 millones, fué convertido junto con otros valores en Bonos Consolidados del Tesoro Nacional, de los que nos ocuparemos más adelante.

(31) Cfr., *Revista Económica*. Buenos Aires, vol. VI, N° 8 pág. 145 y vol. VII, Nos. 9/12 pág. 248.

Redescuento. — Referente a los documentos redescantados, que figuraban con m\$n. 216,4 millones en el antiguo activo de la Caja, desaparecen por completo del nuevo balance del Banco Central. La desaparición de este rubro, vinculado directamente al programa de saneamiento, fué explicada más arriba. Recuérdese al respecto el destino de los m\$n. 380 millones separados del monto inicial de reserva del Instituto Movilizador. Una parte de esos fondos fué empleada en adquirir aquellos documentos redescantados, siendo luego entregados provisoriamente a la Comisión de Redescuento para su paulatina realización.

Por otra parte, procede señalar que la función de garantía desempeñada por esos documentos comerciales en el extinguido organismo, se vuelve ahora innecesaria. Con la creación del Banco Central, esta función es ejercida por la parte equivalente al mayor valor asignado al metálico tras-pasado.

Crédito contra el Gobierno Nacional. — Queda aún por ver la transformación experimentada por el crédito contra el Gobierno por las viejas emisiones con anterioridad a la Ley N° 3871.

Según se ha visto, el beneficio proveniente de la moneda subsidiaria ascendía a m\$n. 211,8 millones. De esta ganancia neta a favor del Estado, m\$n. 37,6 millones correspondientes a las monedas de níquel y cobre, se incorporaron al beneficio resultante de la revaluación, mientras que el resto, o sea m\$n. 164,1 millones —representado por los billetes subsidia-rios—, fué destinado a reducir el crédito en cuestión, quedando así amortizado en la siguiente forma:

Crédito de la Caja de Conversión con- tra el Gobierno Nacional por las emisiones anteriores a la Ley 3871	m\$n.	293.018.258,44
Menos billetes de m\$n. 5 e inferiores	”	174.134.503,00
Saldo	m\$n.	<u>118.883.755,44</u>

Por este remanente se ha extendido un Bono de garantía sin interés, amortizable en la forma dispuesta en el artículo 36 de la Ley 12.155.

Bonos Consolidados del Tesoro Nacional. — A esos rubros transformados del activo de la extinguida Caja de Conversión procede agregar otros nuevos, de los cuales merece mención especial el renglón representado por los Bonos Consolidados del Tesoro Nacional.

Estos valores fueron ya mencionados en el curso de la exposición. Corresponde ahora analizarlos más de cerca. Figuran en el balance inicial con el guarismo de m\$.n. 400 millones y su origen se debe a una disposición de la ley de Organización (Nº 12.160).

El artículo 7º de ésta faculta al Poder Ejecutivo “a transformar en bonos consolidados del Tesoro nacional de 3 % de interés y $\frac{1}{4}$ % de amortización acumulativa hasta un total de 400.000.000 de pesos moneda nacional, el saldo del crédito contra caución de títulos del empréstito patriótico y letras de Tesorería actualmente en circulación.”

Ahora bien, el saldo del crédito por la caución de títulos del referido empréstito en la Caja de Conversión, ascendía en la fecha de transferencia a m\$.n. 145,3 millones.

Por otra parte, de la deuda indirecta con el Banco de la Nación, proveniente de las letras redescontadas en el mismo, quedó un remanente, según se ha visto, de m\$.n. 254,7 millones.

Esos dos rubros de valores que sumados alcanzan al total indicado de m\$.n. 400 millones, fueron los que han sido transformados en Bonos Consolidados del Tesoro Nacional.

La formación de estos bonos, a la par que contribuyó a consolidar la deuda flotante, obedecía al propósito de crear un instrumento de regulación monetaria. Lo veremos en su oportunidad al estudiar las operaciones de mercado abierto.

Volviendo al curso de la exposición, diremos que de acuerdo con el artículo 7º, último inciso, de la Ley de Organización, esos bonos fueron adquiridos a la par por el Banco Central, razón por la cual figuran en el activo del mismo.

En cuanto a los fondos recibidos por los bancos en concepto de venta de su parte correspondiente de bonos, fueron utilizados para restituir al Banco Oficial los recursos que éste les había adelantado.

Quedan así explicados los diversos rubros que integran el activo del balance constitutivo del Banco Central.

Análisis del Pasivo

Capital suscrito. — En primer término figura el guarismo de m\$.n. 20 millones correspondiente al capital suscrito del Banco Central, fijado por la Ley 12.155.

Billetes. — Respecto de los billetes, su emisión, que era de m\$.n. 1.215,7 millones, quedó reducida, según hemos visto, a m\$.n. 1.003,9 millones, puesto que el Estado se ha hecho cargo de m\$.n. 211,8 millones de moneda subsidiaria. En el primer balance del Banco aparece una cifra aún menor, a causa de algunos depósitos en efectivo, y como es sabido “los billetes, al ingresar al Banco Central, se cancelan automáticamente, como todo título de deuda que le ha sido devuelto al mismo deudor” (32).

Cuentas corrientes oficiales. — Este renglón representa las cuentas oficiales del gobierno que, transferidas por el Banco de la Nación, se tornaron en obligaciones del Banco Central.

Cuentas corrientes de Bancos accionistas. — Este rubro comprende las cantidades acreditadas a los bancos en virtud de las operaciones constitutivas. Según se ha visto, los fondos obtenidos por el Banco de la Nación en esas operaciones eran:

(32) PODER EJECUTIVO NACIONAL, op. cit.

Cancelación de saldo de la deuda indirecta y que el Banco Central transforma en Bonos Consolidados acreditando su importe al Banco de la Nación	m\$n.	254.708.820,00
Cancelación en efectivo del resto de la deuda indirecta a su favor ...	„	23.440.344,76
Amortización de la deuda directa del Gobierno Nacional	„	150.000.000,00
Adquisición de divisas por el Banco Central	„	122.556.688,82
		<hr/>
Total fondos recibidos	m\$n.	<u>550.705.853,58</u>

Con este guarismo obtenido pudo el Banco de la Nación hacer frente a la transferencia de los depósitos oficiales y de los de la Cámara Compensadora al Central, que se componen de:

Depósitos oficiales	m\$n.	136.316.625,88
„ de la Cámara Compensadora	„	69.913.771,63
		<hr/>
Total transferido al Banco Central	m\$n.	<u>206.230.397,51</u>

Deducida esta cantidad de los fondos recibidos por el Banco de la Nación, queda un remanente de m\$n. 344,5 millones. Si a esta cifra se añade una entrega en efectivo de 50,5 millones y se separa m\$n. 500.000 para integrar el 25 % de la parte suscripta del capital del Banco Central, el total de sus depósitos en el nuevo organismo se eleva a m\$n. 394,5 millones.

Por otra parte, los depósitos de los demás bancos accionistas ascienden, según detalle abajo expresado, a m\$n. 184,0 millones:

Transferencia de depósitos de la Cámara Compensadora	m\$.n.	69.566.414,77
Por cancelación directa de Letras de Tesorería y pago de intereses devengados	,,	114.490.722,35
Total	<u>m\$.n.</u>	<u>184.057.137,12</u>

He aquí, pues, la distribución de los depósitos de los bancos accionistas en el Banco Central:

Banco de la Nación Argentina	m\$.n.	394.475.455,87
Otros bancos accionistas	,,	184.057.137,12
O sea un total de	<u>m\$.n.</u>	<u>578.532.592,99</u>

Cuentas corrientes varias. — Corresponden a importes depositados en la Cámara Compensadora por instituciones no accionistas del Banco, y Letras de Tesorería canceladas y pago de los intereses devengados por las mismas.

Recursos para el capital del Instituto Movilizador. — Este rubro representa el monto apartado de los beneficios para formar el capital del Instituto según se ha explicado más arriba.

Recursos para el fondo de reserva del Instituto Movilizador. — La cantidad con que aparece esta cuenta corresponde al saldo que resulta de la diferencia entre el monto definitivo de reserva del Instituto (m\$.n. 380 millones) y la suma separada para la adquisición del redescuento (m\$.n. 216,4 millones). Representa, pues, el saldo disponible que queda en poder del Instituto para reconstituir el encaje de los bancos.

Gobierno Nacional. Recursos para el pago de la deuda flotante bancaria. — Nos queda aún por ver el último renglón. Figura en el pasivo con la suma de m\$.n. 11,6 millones y es el saldo disponible que queda a disposición del Gobierno para

el pago de la deuda flotante bancaria después de las cancelaciones ya estudiadas, y que se hallan resumidas en el cuadro 9.

5. — La aplicación de las leyes financieras y sus efectos sobre la situación bancaria general.

Expuestas las operaciones relacionadas con la creación del Banco Central, analizado el balance inicial del nuevo organismo, corresponde ahora examinar la incidencia del proceso de reordenamiento en el mercado monetario y del crédito.

Interesa saber en primer término si los fondos obtenidos por los bancos a raíz de la aplicación de la reforma financiera, tuvieron o no efectos inflacionistas sobre los principales rubros bancarios.

La dilucidación de este interrogante reviste importancia fundamental.

Se ha dicho que la condición esencial para el funcionamiento eficaz del nuevo sistema radicaba en sanear la plaza, aliviándola de la presión ejercida por los créditos congelados. Para ello se procedió a cancelar y a consolidar la deuda del Gobierno Nacional con los bancos, especialmente con el Banco de la Nación, y a movilizar las inversiones de difícil realización. El detalle de estas operaciones ha sido estudiado en la exposición que antecede.

Los nuevos fondos recibidos por los bancos, les permitieron reconstituir sus encajes y consolidar su situación. Los efectivos se vieron acrecentados considerablemente. Pero este proceso entraña casi siempre peligros. Sabido es que el ingreso de nuevas disponibilidades alienta generalmente a las instituciones a aflojar sus resortes de crédito. En otros términos, el aumento de las existencias pudo haberse convertido en un factor estimulante de expansión de los préstamos. De ahí el interés por saber cuál ha sido el destino de los nuevos fondos.

El total de los beneficios resultantes de la revaluación y de la moneda subsidiaria ha sido distribuído en la siguiente forma:

Recibido por el Banco de la Nación Argentina:

Por amortización de deuda directa del Gobierno y pago de cauciones	173.440.344,76		
Por venta al Institu- to Movilizador de créditos contra ban- cos	178.408.974,13	m\$n.	351.849.318,89

Recibido por otros bancos:

Por pago de Letras de Tesorería	124.079.666,91		
Por transferencia de depósitos	170.000.000,00		
Por depósito del Ins- tituto Movilizador	20.000.000,00	,,	314.079.666,91
<i>Diversos</i>	25.040.694,35	,,	25.040.694,35

Remanente en el Banco Central:

A favor del Institu- to Movilizador al 31 de diciembre de 1935	10.091.086,27	,,	10.091.086,27
Total		m\$n.	<u>701.060.766,42</u>

Como se ve, la mayor parte de los referidos beneficios fué transferida por diversos conceptos a los bancos de la plaza.

Cabe además señalar que el Banco de la Nación Argentina, aparte de los m\$n. 351,8 millones arriba consignados, recibió otros m\$n. 377,3 millones en concepto de pago de las divisas adquiridas por el Banco Central y que aquél había

comprado por cuenta y riesgo del Gobierno (m\$.n. 122,6 millones), y de la cancelación del saldo de Letras de Tesorería caucionadas por los bancos (m\$.n. 254,7 millones).

Según hemos visto, el Banco Central, de acuerdo con lo dispuesto por la Ley de Organización (art. 7º), adquirió esas letras, previa su transformación en Bonos Consolidados del Tesoro Nacional.

En resumen, los recursos recibidos por el Banco de la Nación a raíz de las operaciones constitutivas, se componen de:

Fondos derivados de la revaluación del oro y la moneda subsidiaria recibidos por distintos conceptos.	m\$.n. 351.849.318,89
Fondos provenientes del Banco Central, recibidos por compra de divisas y letras	„ 377.265.508,62
Total	<u>m\$.n. 729.114.827,51</u>

Ahora bien, si por un lado el Banco de la Nación recibió la cantidad de m\$.n. 729,1 millones, por el otro debió desprenderse de m\$.n. 585,7 millones, aplicados con arreglo al nuevo régimen, a diversos conceptos ⁽³³⁾.

La diferencia entre lo obtenido y lo utilizado, que alcanzó m\$.n. 143,4 millones, sirvió al Banco de la Nación para acrecentar su efectivo, mejorando así considerablemente su situación. Ello queda demostrado a través de la evolución del encaje, que de 15,1 % a fines de 1934, pasa a 25,2% al terminar el año 1935. El cuadro 10 revela claramente cómo la reforma monetaria y las operaciones a las que dió lugar su realización consolidaron al Banco oficial, llevando su efectivo a guarismos que se aproximan a los años anteriores a la crisis.

(33) Véase su detalle en *Memoria del Banco Central de la República Argentina*, 1935, pág. 11.

CUADRO N° 10

DEPÓSITOS Y EFECTIVO DEL BANCO DE LA NACION
ARGENTINA

Promedios anuales de saldos de fin de mes
(En millones de m\$.n.)

A ñ o s	Depósitos (1)	Efectivo (1)	% Efectivo Depósitos
1926	1.507,8	354,7	23,5
1927	1.575,0	393,7	25,0
1928	1.727,6	633,3	36,7
1929	1.730,1	467,9	27,0
1930	1.658,1	281,0	16,9
1931	1.550,8	231,2	14,9
1932	1.526,1	278,5	18,2
1933	1.558,8	275,0	17,6
1934	1.575,5	237,3	15,1
1935 (2) ...	1.373,2	346,1	25,2

Fuente: *Memoria del Banco Central de la República Argentina*,
Primer ejercicio, 1935, pág. 12.

(1) Incluida Cámara Compensadora hasta 1934.

(2) Saldo al 31 de diciembre.

Análogo mejoramiento se observa también en la situación
bancaria general. Véase el cuadro 11.

CUADRO N° 11

DEPOSITOS Y EFECTIVO DEL CONJUNTO DE BANCOS (1)

Promedios anuales de saldos de fin de mes

(En millones de m\$n.)

A ñ o s	Depósitos	Efectivo	%
			Efectivo Depósitos
1926 (2) ...	3.346,6	617,9	18,5
1927 (2) ...	3.476,8	635,2	18,3
1928	3.836,3	909,1	23,7
1929	3.985,9	704,6	17,7
1930	3.913,2	528,5	13,5
1931	3.730,9	484,1	13,0
1932	3.535,9	595,8	16,9
1933	3.514,3	608,8	17,3
1934	3.464,7	485,3	14,0
1935 (3) ...	3.356,7	827,5	24,7

Fuente: *Memoria del Banco Central de la República Argentina*, Primer ejercicio, 1935, pág. 14.

(1) Estadísticas que comprenden sólo los principales bancos. En el censo bancario de 1925 dichas instituciones abarcaban alrededor del 95 % de los préstamos y depósitos totales.

(2) Sin incluir tres instituciones para las cuales no se obtuvieron datos.

(3) Saldo al 31 de diciembre.

Analizando las cifras referentes al conjunto de bancos, es de registrar ante todo un aumento apreciable de su efectivo.

Antes del justiprecio del oro, a fines de abril de 1935, el total de las existencias de todos los bancos ascendía a m\$n. 436,2 millones, mientras que al 31 de diciembre del mismo año, el efectivo había llegado a m\$n. 827,5 millones. El incremento neto era, pues, de m\$n. 391,3 millones.

Si se compara este último guarismo con el que corresponde al total de los nuevos fondos obtenidos por la revaluación y la moneda subsidiaria (m\$n. 701,1 millones), nótase claramente que el aumento de las existencias ha sido inferior al volumen de esos fondos.

Ello se debe a la reabsorción practicada mediante las operaciones explicadas precedentemente, así como también a la política seguida por el Banco Central en los primeros meses de su fundación. Mediante la colocación de Certificados de Participación en Bonos Consolidados del Tesoro Nacional, el Banco absorbió los fondos sobrantes que resultaban de la revaluación del oro y del saldo positivo de nuestras cuentas internacionales. La segunda y tercera columnas del cuadro que publica la *Revista Económica*, son bien ilustrativas al respecto ⁽³⁴⁾.

Del análisis del cuadro se desprende que a un descenso de las existencias bancarias corresponde un aumento en la colocación de Bonos. Esta política cristalizada en la disminución de los efectivos bancarios, debió tender naturalmente a evitar que se produjera una expansión de crédito. La columna cuarta del cuadro comprueba esa aseveración ⁽³⁵⁾.

(34) Cfr., cuadro 25 en *Revista Económica*. Buenos Aires, 1937, vol. I, Nº 1, pág. 37.

(35) "Se realizó así lo que había previsto el Gobierno cuando antes de esta reforma sostuvo que una gran parte de este proceso se realizaría mediante el juego de compensaciones, dejando tan sólo un remanente que no podía constituir en momento alguno un peligro real de inflación del medio circulante." *Memoria del Departamento de Hacienda*, correspondiente al año 1935. Buenos Aires, 1936, tomo I, pág. 108/9.

Objetivos Fundamentales del Banco Cen-
tral de la República Argentina



OBJETIVOS FUNDAMENTALES DEL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

1. — Los bancos centrales y su esfera de acción.

En los capítulos precedentes, después de pasar revista a las características peculiares de la economía argentina y las transformaciones sufridas por el mecanismo monetario, nos hemos ocupado de las operaciones constitutivas del Banco Central creado en 1935.

Corresponde ahora examinar las funciones asignadas al nuevo organismo, para pasar luego, en el capítulo siguiente, a analizar los medios de acción de que dispone para la realización de sus fines.

Ahora bien, no es posible estudiar los objetivos de ese Instituto, sin señalar previamente, aunque sea en forma somera, el campo dentro del cual desenvuelven sus operaciones los organismos de ese género.

El cometido de un Banco Central surge de su propia naturaleza. No se trata de uno de los tantos establecimientos comunes que integran la estructura de crédito de un país. La misión de este Instituto es de índole completamente diferente de la que caracteriza la acción de los bancos comerciales.

Mientras estos últimos tienen por función proporcionar recursos a los negocios, el objetivo del Banco Central estriba primordialmente en adaptar el volumen de esos recursos a las exigencias del mercado.

“Las actividades primarias de un sistema bancario se refieren a creación y transferencia de crédito” (36), en tanto que la acción del organismo denominado Banco Central, se relaciona más bien con la regulación de los medios de pago con que cuenta para su desarrollo la actividad económica.

La importancia de un Instituto central no radica, pues, en las operaciones propiamente bancarias, que puede ejercer accidentalmente, inducido por la imposición de los hechos en un momento determinado (37). Las transacciones comunes del oficio bancario constituyen el campo de acción de los establecimientos particulares de crédito. Al organismo central le está reservada otra misión. Y si su intervención directa se hace a veces necesaria, debe ejercerla él con discreción, considerándola siempre como función subsidiaria en relación a la principal, que es la de defender la insignia monetaria y mantener condiciones estables en el mercado del dinero (38).

Basta enunciar estos objetivos para darse cuenta de la importancia inmensa del papel asignado al Banco Central. Es el banco de los bancos y forma la base de todo el sistema monetario de un país.

Al decir esto, no nos referimos sólo a los billetes que se encuentran en circulación. Necesario es tener presente que en la vida económica actual, los medios de pago requeridos para el manejo de los negocios no están constituídos únicamente por los signos oficiales de valor. Los billetes forman tan sólo una parte de la moneda, y a su lado figuran los depósitos bancarios sujetos a cheque que representan medios de pago

(36) USHER PAYSON, ARBOR: “El desarrollo de los bancos de depósito”. *El Trimestre Económico*. México, enero-marzo 1939, pág 511.

(37) Así, por ejemplo, los Bancos de la Reserva Federal han sido autorizados no hace mucho a operar directamente con el público. Asimismo, el Banco Central de Chile opera con particulares en forma de préstamos y descuentos directos.

(38) Cfr., KISSEL, C. H. y ELKIN, W. A.: *Central Banks*. Londres, 1932, pág. 110.

tan aptos para el desenvolvimiento del comercio como lo son los billetes de curso legal.

Es un hecho bien conocido que la inflación en el sistema bancario moderno, no debe asumir necesariamente la forma de un empapelamiento. Con expandir el crédito, en discordancia con las necesidades reales de la actividad económica, originanse efectos similares al de empapelamiento.

Los bancos comerciales están ahora en condiciones de lanzar al mercado abundantes medios de pago que ellos crean en forma de depósitos en cuenta corriente con sus operaciones activas. Un préstamo acordado a un comerciante o industrial, implica un crédito a su favor, contra el cual se puede girar mediante cheques. Esta operación es susceptible de realizarse sin intervenir para nada la moneda como signo oficial, pero la repercusión será la misma: el público dispondrá de una cantidad mayor de medios de pago. Y ya vimos al estudiar la inelasticidad de nuestro sistema monetario anterior, cuán peligrosa resulta para toda la estructura bancaria una desmesurada expansión del crédito.

He ahí la importancia del papel reservado al Banco Central. Mediante el monopolio de la emisión, la centralización de los encajes, la política de redescuento, las operaciones de mercado abierto — resortes de que está expresamente dotado —, puede actuar sobre el mercado del crédito, encauzando el mecanismo monetario hacia donde aconsejen las circunstancias del momento.

Para que el organismo central pueda llenar con eficacia su finalidad, necesario es que conduzca su política crediticia con un alto grado de independencia, prescindiendo de todo interés que no sea el del bien público. Es por ello que los institutos de este género no deben asociarse directa o indirectamente con las actividades que constituyen el campo de acción de los bancos comerciales.

Su independencia forma — como lo recuerda el diputado Repetto —, el primero de los principios fundamentables es-

tablecidos por el Comité Financiero de la Sociedad de las Naciones para los bancos centrales (39).

El Dr. Alberto Hueyo, al referirse en su carácter de Ministro de Hacienda a los proyectos presentados por Otto Niemeyer, señala las condiciones fundamentales que deben llenar estos organismos para que su acción sea eficaz. Un Banco Central “debe mantenerse en primer término libre de influencias políticas y ha de tener además la imposibilidad de realizar operaciones que pongan en peligro su estabilidad” (40).

Asimismo, la Misión Kemmerer, en su proyecto de creación del Banco Central de Reserva del Perú, destaca en el capítulo referente a la composición del directorio, que dos son los “peligros que amenazan un banco central: 1) el peligro de su explotación por los gobiernos o elementos políticos, con fines políticos, y 2) el peligro de explotación por los banqueros para sacar utilidades bancarias” (41).

El segundo peligro es el que se relaciona con el aspecto por nosotros ahora estudiado. Entendemos que es acertada la observación de la mencionada Misión, cuando señala como el más serio de los dos, “el peligro de ser controlado en forma indebida por los intereses bancarios del país, resultando de allí en su administración una atención exagerada con respecto a las utilidades de los banqueros y un miramiento insuficiente con respecto al bienestar del país entero” (42).

(39) Cfr., Discusión parlamentaria de los proyectos sobre bancos y moneda. *Diario de sesiones de la Cámara de Diputados*, Buenos Aires, 1934/35, tomo IX, pág. 198.

(40) HUEYO, ALBERTO: *La Argentina en la depresión mundial, 1932-33*. Buenos Aires, 1938, pág. 271.

(41) MISIÓN DE CONSEJEROS FINANCIEROS PRESIDIDA POR E. W. KEMMERER: *Proyecto de ley para la creación del Banco Central de Reserva del Perú junto con su Exposición de motivos*. Lima, 1931, pág. 37.

(42) *Ibidem*, págs. 38/39.

El Banco Central debe, pues, desenvolver su actividad en un campo equidistante de la gravitación de los intereses particulares. Y aun cuando Kisch y Elkin coinciden con Kemmerer en que no pueden existir conflictos de intereses durante mucho tiempo entre el elemento bancario y la sana política monetaria del organismo regulador, consideran, no obstante, inadmisibile que los banqueros privados controlen la política de un Banco Central (43).

Si nos hemos permitido extender en esas consideraciones, es para señalar la naturaleza peculiar y la importancia de las funciones del Instituto que estamos estudiando. Constituye su esfera de acción el movimiento económico general, sobre el cual ejerce su influencia mediante los resortes de orden monetario. Un Banco Central no es un competidor de los bancos comerciales. De ahí la prohibición de abonar interés por los depósitos recibidos. Sus funciones son reguladoras e indirectas (44).

Determinado así el campo de acción de los bancos centrales, señalada su diferencia de los establecimientos particu-

(43) Esa consideración de substraer el organismo central a influencias extrañas a su esfera de acción, ha determinado la práctica de integrar el directorio con representantes de las diversas actividades. Con ello se trata de impedir el predominio de ciertos intereses, pues en la realización de sus fines debe primar el bien público de todo el país.

(44) La aparición de los bancos centrales origina a veces recelos por parte de los establecimientos de crédito privados. Así, su advenimiento en Sud Africa y Australia fué contemplado al principio por los bancos comerciales con cierta desconfianza. Veían éstos en el nuevo instituto un competidor. Empero, muy pronto pudieron comprobar lo infundado de sus temores.

lares, pasemos ahora a examinar los fines de esos organismos (45).

2. — Las funciones atribuidas a los bancos centrales.

Los objetivos que se suele asignar en la legislación comparada a los bancos centrales, derivan de la naturaleza propia de esos institutos.

La misión que se les confía consiste generalmente en regular el crédito, mantener la estabilidad monetaria, ejercer el monopolio de la emisión, ser banquero del Estado.

Conviene señalar, empero, que no todas las leyes establecen en forma expresa el alcance de esas funciones. Nuestra ley ha optado por fijar claramente el objeto del Banco Central. En su artículo 3º, que en seguida estudiaremos, enuncia en cuatro incisos todo el plan de acción a realizar por ese organismo.

A fin de poder hacer comparaciones, hemos creído conveniente citar al respecto las disposiciones legales que rigen

(45) Antes de proseguir la exposición, procede anotar que los conceptos desarrollados, considerados como ortodoxos en esta materia, experimentaron una gran transformación en los últimos años.

Muy poco queda, por ejemplo, en las reformas efectuadas recientemente en Nueva Zelanda (1935) y el Canadá (1936 y 1938), de los principios básicos que inspiraron su legislación, a saber: independencia del Banco; integración del directorio con representantes de diversos sectores; no ingerencia en actividades bancarias comunes; prescindencia de operaciones ajenas a sus objetivos, etc.

En ambos países se procedió a nacionalizar los organismos, y en Nueva Zelanda se vinculó a las funciones del Banco de Reserva la política de los "precios garantizados" de los productos primarios.

Ver: "Texto unificado de la Ley del Banco de Canadá, con las modificaciones introducidas", en *Bulletin de Statistique et de Législation comparée* (Législation). París, febrero 1939, pág. 615.

Acerca del Banco de Reserva de Nueva Zelanda, en *The Bankers' Insurance Managers' and Agents' Magazine*. Londres, abril 1939, pág. 580.

en algunos países, de cierto interés para nosotros ya por el pensamiento que concretan, ya por sus condiciones económicas o geográficas (46).

Canadá: La ley del Banco del Canadá considera en su preámbulo la conveniencia de establecer un Banco Central en Canadá con el fin de regular el crédito y la moneda en armonía con los mejores intereses de la vida económica de la Nación, así como para controlar y proteger el valor externo de la unidad monetaria nacional, mitigar, por su influencia, las fluctuaciones en el nivel general de la producción, el comercio, los precios y la ocupación, dentro de lo que fuera posible y estuviere al alcance de la acción monetaria, así como promover el bienestar económico y financiero del Dominio.

Chile: El decreto-ley N° 486, de 21 de agosto de 1925, que crea el Banco Central de Chile, señala en sus considerandos que la creación de ese organismo bancario viene a llenar una sentida aspiración pública y a satisfacer ampliamente la necesidad de dotar al país de una institución que establezca la moneda y regule la tasa de intereses y descuentos, para evitar perturbaciones en el desenvolvimiento industrial y financiero de la Nación, y para fomentar su progreso económico.

Estados Unidos: En el preámbulo de la ley que crea los Bancos de Reserva Federal, se habla de su establecimiento con el fin de ofrecer una moneda elástica, de facilitar el redescuento de papel comercial, y de establecer un contralor bancario más efectivo en los Estados Unidos de América.

(46) Fuentes consultadas: Para el Canadá: *Bank of Canada Act, 1934*. Para Chile: *Legislación bancaria y monetaria*, Santiago de Chile, 1926, pág. 55. Para EE. UU., Grecia e India: *Trabajos de Seminario de la Facultad de Ciencias Económicas, Comerciales y Políticas*, Rosario, 1936, tomo X, págs. 138/39. Para Nueva Zelandia: *Reserve Bank of New Zealand Act, 1933* y RANDERSON, H. R.: *The Reserve Bank of New Zealand. A "Nationalized" Central Bank*, en *The Bankers'... Magazine*. Londres, abril 1939, pág. 583.

Grecia: El primer deber del Banco de Grecia es el de asegurar la estabilidad del valor metálico de sus billetes. A tal fin ejercerá un control sobre la moneda y el crédito de Grecia, dentro de los límites establecidos en sus estatutos (art. 4º).

India: Las funciones del Banco Central son: a) ejercer vigilancia y contralor general de las condiciones del crédito y circulación; b) emitir billetes en monopolio; c) mantener la estabilidad del cambio; d) ser banquero del Gobierno y de los bancos comerciales; e) centralizar el exceso de disponibilidades del sistema bancario hindú; f) centralizar las reservas de los bancos comerciales.

Nueva Zelandia: La ley del Banco de Reserva de Nueva Zelandia, sancionada el 23 de noviembre de 1933, fija en la sección 12 el objeto y los propósitos de ese organismo. Establece que será el primer deber del Banco ejercer el control, dentro del límite de los poderes conferidos por esta ley, sobre la circulación monetaria y el crédito de Nueva Zelandia, a fin de promover y mantener el bienestar económico del Dominio.

Asimismo, la reforma realizada por el Gobierno laborista en 1936, señala expresamente las funciones que se asignan al Banco: "Será función general del Banco de la Reserva, llevar a cabo ... la política monetaria del Gobierno, de acuerdo a lo que periódicamente le comunique el Ministerio de Hacienda... El Banco regulará y controlará el crédito y el circulante en Nueva Zelandia, la transferencia de la moneda a o desde Nueva Zelandia, y el empleo del dinero proveniente de la venta de productos neozelandeses y que por el momento se hallen en ultramar."

La tendencia común que se observa en la legislación comparada caracterízase por la uniformidad de los propósitos.

Con el objeto de promover el bienestar económico, el legislador desea dotar a su país de un organismo capaz de desarrollar una acción reguladora en el campo monetario y del

crédito. De ahí que estipule en el preámbulo o en el texto mismo de la ley, los fines a realizar por ese Instituto.

Se aspira a evitar o, por lo menos, atenuar las perturbaciones ocasionadas por fenómenos monetarios en el desenvolvimiento de los negocios; se tiende a proteger el valor de la insignia, ya que de su estabilidad depende el nivel de los precios, y, por ende, el poder adquisitivo de amplios sectores de la población; se quiere asegurar la comunidad bancaria contra los riesgos emergentes de una escasez de fondos; se desea controlar el crédito y regular la tasa del redescuento.

Nótase la vinculación estrecha entre la moneda en circulación y los medios de pago susceptibles de ser creados por los bancos. No se propone sólo vigilar los signos oficiales, los billetes que emite el Banco Central, sino también el volumen de los préstamos que acuerdan los establecimientos de crédito.

De ahí que en las leyes se atribuya a los institutos centrales, al lado del *monopolio de emisión*, la función de *ejercer vigilancia y contralor general de las condiciones de crédito*.

La emisión de los billetes no es lo que caracteriza a los bancos centrales, ni es, siquiera, su principal función.

En la economía moderna el desenvolvimiento de los negocios no requiere necesariamente moneda emitida. El uso del cheque puede reemplazar fácilmente al billete en todas sus funciones. La fase ascendente del ciclo, al requerir mayor numerario para sus transacciones, encuentra en el cheque un auxiliar eficaz. Es así como suele decirse que el movimiento económico se refleja en el volumen de los cheques compensados: al expandirse los negocios aumenta el monto de los cheques y al contraerse aquéllos, descende éste.

El cheque, como se ha dicho, suple la función del billete de Banco o de la moneda de Estado. En muchos países se ha llegado a observar que los bancos de emisión, destinados a facilitar el medio circulante necesario para los negocios, casi no emiten. Son los bancos comerciales los que mediante cheques procuran los medios de pago requeridos.

“Lo más esencial en el sistema basado en la existencia de bancos centrales, no es ni piensa ser, pues, la facultad de emitir. La facultad de emitir nació con los bancos centrales a veces, pero no es de su esencia ni los caracteriza, no es la condición *sine qua non* para que existan esos organismos” (47).

En efecto, la función principal radica en su capacidad reguladora del mercado monetario. Es este el propósito que surge de la legislación comparada. Asume con frecuencia una expresión más detallada, pero, en concreto, como lo señala el ministro canadiense en el debate parlamentario, son las siguientes, en su forma esquemática, las funciones atribuidas a los bancos centrales: a) regular la moneda y el crédito interno; b) regular los cambios internacionales; c) atenuar las fluctuaciones en el nivel de la producción, comercio, ocupación y precios, en cuanto sea posible dentro del campo de la acción monetaria; d) ser banquero de Estado y asesorar en materia económico-financiera al Gobierno (48).

3. — Las funciones asignadas por el art. 3º de la ley 12.155. Análisis de cada una de ellas.

Consideraciones preliminares

Dentro de la uniformidad que se perfila en los fines atribuidos a los bancos centrales, cabe señalar, empero, modalidades propias de cada legislación.

En el curso de nuestra exposición nos referimos en varias oportunidades a las características peculiares de la economía argentina y su incidencia en la estructura monetaria. Anota-

(47) Discurso del Ministro de Hacienda, Dr. Federico Pinedo, con motivo del debate en la Alta Cámara. Ver: *Diario de Sesiones del Senado*. Buenos Aires, 1934-35, tomo III, pág. 680/1.

(48) Cfr., *House of Commons Debates* (Official Report, Unrevised Edition). Ottawa, 1934, vol. LXX.

mos la variabilidad que se observa en los principales rubros de nuestra exportación, la repercusión que origina tal fenómeno y la necesidad que se plantea de mantener cierta estabilidad en la marcha interna de los negocios, con prescindencia de las oscilaciones de orden externo.

Un Banco Central, para que su acción sea eficaz, debe encarar todos esos problemas. El Informe de la Comisión Macmillan sobre bancos y monedas en el Canadá, dedica una gran parte al estudio de los problemas derivados de las condiciones de ese país. Las conclusiones a que arriba pueden aplicarse también al caso de la República Argentina (49).

Así, un sistema monetario en esos países debe:

- a) ajustarse a la gran variación estacional en el volumen de los negocios;
- b) poseer suficiente poderío como para resistir las vicisitudes propias de las regiones altamente especializadas;
- c) proveer a la financiación del comercio exterior;
- d) propender a la formación de un organismo necesario para contratar empréstitos en el país y en el extranjero;
- e) poseer los resortes a fin de controlar las tendencias especulativas internas y los tipos de cambios externos;
- f) estar en condiciones de participar en la cooperación internacional relativa a las políticas financieras que puedan afectar los precios mundiales de los productos de exportación local.

El art. 3º de nuestra ley 12.155, de creación del Banco Central, recoge al parecer las recomendaciones citadas. Su redacción, si bien obedece a los principios generales elaborados en la materia, contempla los aspectos propios del país y

(49) Cfr., *Report of the Royal Commission on Banking and Currency in Canada*. Ottawa, 1933.

traduce, sin duda, las necesidades derivadas de las condiciones peculiares de la economía argentina.

Dice el art. 3º: “El Banco tendrá por objeto:

- a) Concentrar reservas suficientes para moderar las consecuencias de la fluctuación en las exportaciones y las inversiones de capitales extranjeros, sobre la moneda, el crédito y las actividades comerciales, a fin de mantener el valor de la moneda;
- b) Regular la cantidad de crédito y de los medios de pago adaptándolos al volumen real de los negocios;
- c) Promover la liquidez y el buen funcionamiento del crédito bancario; y aplicar las disposiciones de inspección, verificación y régimen de los bancos establecidos en la ley de bancos;
- d) Actuar como agente financiero y consejero del gobierno en las operaciones de crédito externo o interno y en la emisión y atención de los empréstitos públicos.”

Analícemos, pues, el alcance atribuído a cada uno de los incisos por separado.

Las reservas y su función de mantener la estabilidad monetaria

Las bruscas variaciones de los medios de pago determinadas por los altibajos en nuestras cuentas internacionales imprimieron su sello a la redacción del inciso a) del art. 3º.

Con arreglo a este precepto, el Banco tiene por objeto concentrar reservas suficientes para moderar las consecuencias de las fluctuaciones en las exportaciones y las inversiones de capitales extranjeros, sobre la moneda, el crédito y las actividades comerciales, a fin de mantener el valor de la moneda.

Dos son los propósitos que se persigue con la cláusula transcrita: 1) acumular reservas amplias para que el organismo central estuviera en condiciones de evitar los trastornos ocasionados por las fluctuaciones en los rubros de nuestro ba-

lance de pagos; 2) en base a esas reservas, previsoramente formadas en las épocas de aflujo metálico, mantener la estabilidad monetaria.

En la República Argentina los rubros activos de sus balances internacionales están constituídos por exportaciones agropecuarias e inversiones de capitales extranjeros.

Tanto unas como otras se caracterizan por su irregularidad y poca constancia.

Por ser país agrario, sus exportaciones están sujetas a fluctuaciones bruscas derivadas de la naturaleza de su producción. Factores inciertos, de orden climatérico o de intensidad variable en la demanda mundial de sus granos y carnes, determinan embarques anuales de rendimiento diferente.

Asimismo, como país nuevo en vías de desarrollo continuo, la Argentina ha necesitado y seguirá necesitando capitales extranjeros para el desenvolvimiento de sus actividades. Empero, es un hecho conocido que las inversiones de ese origen no se efectúan en forma regular y constante. “Hay épocas de afluencia abundante de capitales seguidas por otras en que las inversiones se restringen y desaparecen, según sea el tono de los grandes mercados financieros del mundo” (50).

Y esta aseveración, cierta de por sí para todas las épocas, se torna más aguda en los momentos actuales en que la incertidumbre política agravó considerablemente la situación. Bastaría recordar el problema que representan hoy los fondos flotantes, denominados “hot money”, constituídos por capitales a corto plazo que se encuentran en continuo ir y venir.

Han sido señalados esos hechos para mostrar cuán acertado estuvo Sir Otto Niemeyer al advertir que “el sistema económico está pues expuesto en la Argentina a tensiones más

(50) Mensaje del Poder Ejecutivo al Honorable Congreso de la Nación, en *Leyes sobre bancos y moneda*. Buenos Aires, 1935, pág. 59.

grandes que las experimentadas en países de estructura económica más diversificada” (51).

Son estas características fundamentales de la economía argentina las que plantean problemas cuya solución se trata de encarar en el inciso que comentamos.

Existe el problema de atenuar los efectos que puedan acarrear a la estructura monetaria interna las oscilaciones en los balances de pago. Ha sido estudiada ya la repercusión que tiene este hecho en la economía nacional. Claro está que no se pretende sustraer la actividad comercial a la marcha del comercio exterior. Demasiado intenso había sido el estímulo de crecimiento que el país hallaba hasta ahora en la expansión de su comercio exterior como para desconocer la íntima vinculación que existe entre la economía argentina y el mercado mundial. Lo que se aspira es “moderar”, pero de ningún modo “desviar” o “evitar” los efectos que necesariamente provoca en el mecanismo interno un elevado déficit en las cuentas internacionales.

Análogamente, cuán peligroso sería permitir una expansión de circulante a causa de balances de pago favorables.

He ahí el papel asignado a las reservas. El inciso a) al hablar de “concentrar reservas suficientes” destaca el carácter que atribuye a las tenencias metálicas. No ve en ellas una mera cobertura de los billetes emitidos, sino un fondo regulador, un instrumento eficaz para tornar más flexible nuestro sistema monetario.

Para nuestra ley, la reserva metálica no debe condicionar estrictamente la moneda en circulación. Hasta cierto límite fijado en la misma ley, aquélla puede moverse sin estar ligada a la cantidad de los billetes. Hemos adoptado la doctrina sustentada entre otros por el Informe Macmillan, elevado al Go-

(51) *Informe de sir Otto Niemeyer presentado al Gobierno Argentino en 1933, párrafo 2º.*

bierno Británico, que señala al respecto las “grandes ventajas en que exista un alto grado de movilidad para las reservas de oro de los bancos centrales” (52).

Mediante la concentración de reservas, el legislador ha querido dotar al Banco Central de resortes que le permitan evitar los inconvenientes que en un sistema monetario rígido trae la salida de oro. Claro está que todo depende de la forma cómo se emplea la reserva. “La reserva que se utiliza con generosidad cuando no hace falta, deja por lo mismo de ser una reserva para los momentos difíciles” (53).

Ahora bien, las existencias metálicas previstas por la ley no pueden usarse arbitrariamente. Tienen un fin específico, que es el de mantener el valor de la moneda.

En lo que a este aspecto se refiere, cabe advertir que para muchos autores, la función de mantener la estabilidad monetaria es la que justifica la existencia de los bancos centrales. (54).

(52) Informe de la Comisión Macmillan. Extracto traducido de *The Economist* por el *Boletín del Banco Central de Reserva del Perú*. Lima, mayo 1932, pág. 179.

(53) Cfr., Mensaje del Poder Ejecutivo al Honorable Congreso de la Nación.

(54) Así, el profesor Dr. Pedro J. Baiocco señala que “de todas las funciones propias de estos bancos, la que se ha considerado fundamental, por su contenido social, a la vez que económico, es la de mantener la estabilidad del valor de la moneda”. Y añade: “Se considera tan importante esta función que algunos bancos centrales, como el de Grecia, está amenazado por sus propios estatutos, con la posibilidad de perder el privilegio de emitir, si alguna vez no pudiera cumplir con ella”.

BAIOCCO, PEDRO J.: “Acotaciones al proyecto del Poder Ejecutivo sobre Banco Central de la República Argentina”, en *Revista de Ciencias Económicas*. Buenos Aires, febrero 1935, pág. 173.

La función de regular el crédito y la moneda

Establece el inciso b) que será objeto del Banco Central regular la cantidad de crédito y de los medios de pago, adaptándolos al volumen real de los negocios.

Los propósitos examinados en el precepto anterior se relacionan directamente con el objetivo comprendido en la disposición presente.

Para que las reservas puedan cumplir con su fin de mantener la estabilidad monetaria, necesario es seguir atentamente la marcha de los negocios. Por más amplias que fuesen las tenencias metálicas, el Banco Central no debe proceder al incremento de los medios de pago si no lo reclaman las necesidades reales del mercado. Pues por más grande que fuese la garantía, a la larga no podrá resistir si no se ha procedido anteriormente con cautela.

La experiencia del país y del extranjero en esta última década ha mostrado cuán peligroso resulta confiar, en lo que a la estabilidad monetaria se refiere, tan sólo en la reserva metálica.

He ahí, pues, el alcance del texto. Los medios de pago, constituidos, como se sabe, por los billetes en circulación y los depósitos en cuenta corriente, forman un instrumento para realizar los negocios y deben por lo tanto ajustarse al volumen de los mismos.

Si necesidades de orden estacional o de carácter más durable, derivadas de una fase ascendente en el ciclo, requieren mayor numerario para el movimiento de las transacciones, el Banco Central debe responder a esas exigencias y proporcionar mayores medios de pago. Si, en cambio, el volumen de los negocios acusa, por las mismas razones temporarias o de receso general, una disminución, habrá que proceder a la reducción de aquéllos.

“En uno y otro caso el Banco Central cumple su misión de adaptar paulatinamente la cantidad de circulante a la necesidad real de los negocios; como también la cumple cuando

restringe el circulante por haber mermado aquéllos, puesto que la elasticidad consiste tanto en dilatar como en comprimir los medios de pago conforme se expande o contrae el volumen de mercaderías que ellos tienen que mover” (55).

Se podría preguntar: ¿Cuál es el grado de las necesidades que debe servir de medida al numerario adecuado?

Naturalmente, es muy difícil fijar el volumen de esas exigencias. Algunos tratadistas sostienen que la cantidad de moneda requerida para cada país está determinada por los menesteres del público para sus transacciones cotidianas. De cualquier modo, no es susceptible de ser fijada matemáticamente, dada la complejidad de los factores que la integran y el carácter imponderable de algunos de ellos. Deben tomarse en consideración las costumbres del público, su mayor o menor propensión de usar el cheque, etc.

En principio, podemos decir, no obstante, que la cantidad de moneda requerida por cada país está dada por el volumen de las transacciones y nivel de los precios a que éstas se efectúan.

La función del Banco Central será, pues, la de regular los medios de pago de acuerdo a las necesidades del mercado.

Pero el ajuste de aquéllos al volumen real de los negocios exige del organismo una política activa que se manifiesta en el mercado de crédito.

En un país como la República Argentina, que tanto depende de su comercio exterior, la experiencia aconseja seguir atentamente la marcha de nuestras cuentas internacionales. El desequilibrio del balance de pagos con su consecuente salida de oro significa que el numerario excede las necesidades de las transacciones, y de no procederse a la restricción del crédito, como medida para contraer el circulante, las exportaciones de metálico terminarán por afectar la estabilidad de la moneda.

(55) Cfr., Mensaje del P. E. al H. Congreso de la Nación.

Los resortes con que cuenta el Banco Central, y cuyo estudio analítico hemos de realizar en el capítulo siguiente, desempeñan aquí un papel importante. Seguir una política de “dinero barato” cuando la balanza de pagos arroja saldos desfavorables, significaría agravar aún más el desequilibrio. Mantener un tipo bajo de redescuento en momentos en que se acentúa la salida de oro, daría por resultado que los billetes devueltos al Instituto central a cambio del oro retirado, no tardarían en ser emitidos nuevamente.

Pues de qué sirve reducir la moneda en poder del público, si por otra parte los bancos, con su política de crédito fácil, fomentan su expansión, proporcionando a la colectividad nuevos medios de pago.

Lo único que se consigne con política semejante es disminuir constantemente el encaje de oro sin obtener la reducción correlativa de los billetes de Banco. Es evidente que no tardaría mucho en poner en peligro la estabilidad de la insignia.

La misión de promover la liquidez del crédito y de aplicar la ley de bancos

Para que el Banco Central pueda cumplir con sus fines esenciales de mantener el valor de la moneda y de regular la cantidad de los medios de pago, la ley le ha asignado una tercera función que surge como consecuencia lógica de las anteriores.

Estatuye el inciso c) que será objeto del organismo promover la liquidez y el buen funcionamiento del crédito bancario; y aplicar las disposiciones de inspección, verificación y régimen de los bancos establecidas en la ley de bancos.

Se relaciona este precepto con la gestión de las instituciones de crédito.

El ahorro de la población afluye generalmente hacia los bancos que lo destinan, en forma de préstamos, al desarrollo de las diversas actividades. Ponen así a disposición de la

producción y del comercio los recursos necesarios para su desenvolvimiento.

En este sentido desempeñan los bancos una función importante, pues en su carácter de intermediarios, por un lado, sirven de receptáculo al capital improductivo en otras manos, y por el otro, le procuran una inversión provechosa.

Ahora bien, desde el punto de vista de los intereses de la colectividad, impónese la necesidad de cuidar el carácter de la inversión, evitando la formación de créditos congelados.

Los recursos reunidos por los bancos en forma de depósitos, deben aplicarse sólo a financiar negocios sanos, de suficiente seguridad y de fácil realización. No es nada indiferente si los fondos aportados por los depositantes se destinan a operaciones de liquidación automática, como lo son por ejemplo las transacciones comerciales, o se invierten, en cambio, en adquirir inmuebles, operación ajena en absoluto al campo de acción de los bancos comunes.

No se pueden mantener condiciones estables en el mercado monetario si las instituciones bancarias no cumplen con su misión de responsabilidad pública, que radica en no fomentar inversiones de dudosa realización.

Y como no es posible dejar librado a los mismos establecimientos “el buen funcionamiento del crédito”, el legislador ha encomendado esa función al Banco Central.

De nada sirve establecer un Instituto regulador y fijarle sus atribuciones, si no se legisla simultáneamente sobre los bancos, a fin de que el organismo central esté realmente en condiciones de manejar y controlar todo el sistema crediticio del país.

A la vez, interesa cuidar también las inversiones bancarias por otras razones. Carteras con documentos de difícil realización, no sólo afectan la liquidez del crédito, que entraña ya de por sí un peligro para toda la estructura, sino que puede impedir al Banco Central poner en funcionamiento los resortes del redescuento en momentos en que quizás más se sienta la falta de circulante.

Sabido es que uno de los objetivos asignados al organismo central consiste en acudir, en caso de emergencia, en ayuda de los establecimientos de crédito. Mediante la aplicación del redescuento, el Instituto regulador pone a disposición de los mismos el numerario requerido para que repongan las existencias menguadas, permitiendo así el desarrollo de su ulterior gestión.

Ahora bien, esa operación podrá realizarse únicamente si los bancos cuentan en sus carteras con “papel elegible”, es decir, admisible de acuerdo con los requisitos legales, al redescuento. Sea por el término del vencimiento, sea por el carácter de la operación que los crea, o por las firmas que llevan, no todos los documentos son aptos para el redescuento. Con acierto señala el profesor Kemmerer, que la ayuda a los bancos, en momentos de emergencia, podrá efectuarse “a condición de que los préstamos hechos y los documentos redescontados o comprados sean saneados y de fácil liquidación” (56).

Como se ve, el Banco Central en cumplimiento de sus fines, está interesado en que las carteras de los bancos estén compuestas de valores de fácil realización. Para ello debe promover él la liquidez y el buen funcionamiento del crédito, y ejercer, además, las funciones de inspección, control y examen de los bancos de acuerdo al régimen legal sancionado en 1935.

La función de agente financiero del Gobierno Nacional

En su último inciso, el artículo 3º señala al Banco la función de actuar como agente financiero y consejero del Gobierno en las operaciones de crédito externo o interno y en la emisión y atención de los empréstitos públicos.

(56) MISIÓN DE CONSEJEROS FINANCIEROS PRESIDIDA POR E. W. KEMMERER: *Proyecto de ley para la creación del Banco Central de Reserva del Perú junto con su Exposición de motivos*. Lima, 1931, página 57.

Por otra parte, en los artículos del 43 al 50, la Ley se ocupa de las relaciones del Banco Central con el Gobierno.

A su vez, el capítulo II del Decreto N° 61.126 reglamentario de la ley N° 12.155, se dedica a dar un alcance más preciso al carácter de consejero y agente financiero asignado al instituto emisor.

Las disposiciones adoptadas por la ley argentina siguen la tendencia universal que se perfila en esta materia.

En todas las legislaciones se le confiere al Banco Central el manejo de los fondos públicos y la realización de operaciones relacionadas con la deuda del Estado.

Sin pretender entrar en el estudio analítico de lo dispuesto por el inciso d), anotemos los aspectos fundamentales que derivan de esa misión.

Asígnase al organismo central la función de efectuar todas las remesas, cambios y transacciones bancarias del Gobierno, tanto en el interior como en el exterior. Recibirá asimismo en forma de depósitos los fondos del Estado, salvo los excluidos por la ley.

La concentración del movimiento de los fondos públicos en el Banco Central presenta, ante todo, ventajas de orden administrativo.

No es necesario abundar en detalles para mostrar cuán importante es para el Estado tener reunidas en un solo organismo sus disponibilidades. La historia de los Estados Unidos es bien elocuente al respecto.

Con anterioridad a la implantación del Sistema de la Reserva Federal, existían en aquel país, además de las nueve subtesorerías, cerca de 1.500 bancos locales autorizados para actuar como depositarios de los dineros públicos. El nuevo régimen, sancionado en 1913, no derogó esa práctica. Simplemente facultó al Gobierno a depositar sus fondos en los Bancos de la Reserva, sin prohibir por ello la continuación del sistema anterior. Pero las ventajas evidentes que resultaron en los primeros años de la concentración de los fondos públicos, bastaron para originar una tendencia, cada vez más

acentuada, de reunir en los Bancos de la Reserva los dineros del Estado (57).

Los depósitos del Gobierno junto con los de los bancos, constituyen, a la vez, uno de los medios de acción más eficaces con que cuenta el Instituto Central para la realización de su política de crédito, por cuanto le confieren el control de considerables sumas de dinero.

Conforme a lo dispuesto para todos los depósitos, el Banco no paga ningún interés sobre las cantidades depositadas en las cuentas del Gobierno.

Al respecto, procede recordar que en Suiza el Banco debe abonar interés sobre los depósitos en las cuentas del Estado y de las corporaciones fiscalizadas por este último. La ley del Banco de Estonia y la carta orgánica del Banco de Grecia, permiten pagar interés sobre los fondos del Gobierno, inferior, por lo menos, en uno por ciento al tipo que cobra el Banco por tales fondos.

Cabe señalar que el Banco Central, por su conocimiento de las condiciones económicas que rigen en la plaza, es el organismo más indicado para utilizar esos depósitos con fines reguladores.

Así, las fluctuaciones en el ahorro disponible del público, pueden originar una mayor o menor demanda de los títulos con efectos indeseables para sus cotizaciones. El Banco Central interviene entonces en el mercado financiero, comprando o vendiendo valores públicos según sean las contingencias de la plaza.

Vincúlense estas operaciones con la función del Banco — siempre en su carácter de agente financiero —, en la emisión y colocación de los empréstitos a corto y largo plazo. Estas colocaciones las puede realizar él en forma directa al público, o por intermedio de consorcios bancarios, existentes

(57) Cfr., KISCH Y ELKIN. — Central Banks. — Londres, 1932, Cap. II.

ya o formados con el propósito de adquirir esos valores para negociarlos luego entre los interesados.

En uno u otro caso, el Banco actúa a título de agente, por cuenta exclusiva del Estado, no pudiendo formar parte de los sindicatos mencionados ni tomar a su cargo las operaciones de crédito. Se ha querido rodear al Instituto de todas las garantías para que no se vea trabado en su función de mantener la estabilidad monetaria (58).

Con el objeto de lograr la máxima eficacia en el ejercicio de su misión, el Banco está facultado de regular el mercado de títulos. Conforme dispone el decreto N° 61.126, toda venta o compra de valores nacionales, sean o no autónomas, y las cajas de jubilaciones nacionales, deberán ser efectuadas por intermedio del Banco Central de la República Argentina. Asimismo, le deberán ser previamente consultadas las ofertas que dichas reparticiones y cajas desearan presentar en las licitaciones para la amortización de la deuda pública (art. 12):

Podrá así el organismo impedir ofertas desordenadas que sobrecarguen al mercado con cantidades excesivas de papeles y ocasionen perturbaciones en todo el mecanismo (59):

Un último aspecto que conviene señalar es el que se relaciona con el art. 44 de la ley 12.155.

Dispone este precepto que “el Banco podrá hacer adelantos por tiempo limitado al Gobierno Nacional, para cubrir deficiencias estacionales o transitorias en la recaudación hasta una cantidad que no exceda del 10 % del promedio de los recursos en efectivo que éste haya obtenido en los

(58) Véanse las disposiciones legales citadas, en especial el capítulo II del Decreto N° 61.126.

(59) Para realizar ese propósito regulador, constituyóse a fines de octubre de 1937, por iniciativa del Banco Central, la Comisión de Valores.

Cfr., al respecto, *Memorias del Banco Central de la República Argentina*. 1937, pág. 29, y 1938, pág. 30.

tres últimos años'', y fija además las condiciones para el reembolso de esos adelantos.

Los ingresos fiscales no se efectúan con un ritmo igual en todas las estaciones del año. Hay épocas en que, sea por vencimientos de los impuestos a pagar, o por el incremento de las importaciones, las recaudaciones señalan guarismos más elevados que en otras. En cambio, los egresos marcan casi siempre cifras similares en todos los períodos del año.

Debido a esas desigualdades, es inevitable que el Gobierno posea en ciertos momentos fuertes saldos acreedores, y en otros tenga necesidad de disponibilidades, para solventar sus gastos. Es con ese objeto que debe hallar en el Banco Central una fuente de recursos que le proporcione con carácter temporario el dinero requerido, dentro de los límites y las condiciones fijadas por la ley.

Así, todos los adelantos hechos por este concepto deberán ser reembolsados dentro de los doce meses de efectuados; y si cualquier adelanto de esta naturaleza quedase impago después de aquel plazo no podrá volver a usarse la facultad del Banco para hacer ulteriores adelantos de esta clase en los años subsiguientes hasta que las cantidades adeudadas hayan sido pagadas. Sobre esos adelantos, el Gobierno pagará un interés no mayor que el tipo mínimo del redescuento en vigor ⁽⁶⁰⁾.

(60) Cfr., Ley Nº 12.155, art. 44.

Los Medios de Acción con que Cuenta
el Banco Central para el Cumplimiento
de su Cometido



V

LOS MEDIOS DE ACCION CON QUE CUENTA EL BANCO CENTRAL PARA EL CUMPLIMIENTO DE SU COMETIDO

ANALISIS COMPARATIVO, CON LA LEGISLACION EXTRANJERA,
DE ESTOS RESORTES

1. — Consideraciones preliminares.

En el capítulo precedente, hemos examinado las funciones asignadas al Banco Central. Vimos el campo dentro del cual desenvuelven sus actividades los organismos de ese género y destacamos también el objetivo principal de su existencia que radica en regular el mercado monetario y del crédito.

Corresponde ahora estudiar los medios de que dispone el Instituto central para la realización de sus fines.

El Banco llamado a manejar el sistema monetario no podría cumplir esa función si no contara con resortes que le permitieran controlar la estructura del crédito e imprimir a los bancos comerciales la política que han de seguir en ese sentido.

El Banco Central —ha dicho la Misión Macmillan—, es a la vez un instrumento y una fuerza. Como instrumento, es el medio utilizado por el Estado para llevar a cabo su política financiera nacional. Como fuerza, el Banco posee cier-

tos recursos que puede emplear para lograr los fines de esa misma política (61).

Para cumplir con la misión asignada a los bancos centrales, la moderna experiencia ha elaborado una serie de principios que es necesario tener en cuenta en la constitución de los institutos de ese tipo.

Así, considérase esencial para la acción satisfactoria del Banco Central confiarle el monopolio de la emisión. Por otra parte, para poder regular con eficacia el crédito y la moneda, es esencial que el organismo centralice en sus arcas una parte de las reservas pertenecientes a los bancos comerciales. Conceptúase también de importancia que el Banco, en su carácter de agente financiero del Gobierno, sea el encargado de manejar los fondos públicos.

Empero, procede señalar que los principios generales arriba enunciados no pueden aplicarse por igual en todos los ámbitos. Si bien las leyes y las cartas orgánicas de esos institutos establecen medios de acción casi similares para todos los países, la práctica diaria nos demuestra cuán diferente es la aplicación del mismo resorte en ambientes distintos.

De ahí que en nuestro estudio procuraremos hacer un análisis comparativo de cada uno de esos recursos, para señalar luego el funcionamiento de los mismos dentro de la realidad argentina.

Destacaremos en especial los siguientes medios de acción:

- a) Monopolio de la emisión;
- b) Concentración de una reserva áurea;
- c) Centralización de los encajes bancarios y de los fondos del Estado;
- d) Política de redescuento;
- e) Operaciones de mercado abierto.

(61) Cfr., *Report of the Royal Commission on Banking and Currency in Canada*, Ottawa, 1933.

2. — El monopolio de la emisión y la política reguladora del mercado monetario.

Unidad y pluralidad en materia de emisión

La función esencial de un Banco Central es, como hemos visto, la de mantener la estabilidad monetaria. Para realizar ese objetivo el organismo debe ejercer el control de la circulación, para lo que requiere, necesariamente, el monopolio de la emisión.

Antes de entrar al análisis de ese derecho exclusivo, conviene señalar que la unidad en materia de emisión es producto del largo proceso histórico que corre parejo a la centralización operada en el campo económico.

Salvo algunos pocos países que concedieron desde un principio el monopolio de la emisión a un solo instituto para obtener así ayuda financiera, la emisión de los billetes fué realizada en sus orígenes por múltiples bancos, diseminados por todo el territorio, cada uno con su propia jurisdicción. Como recuerda Muratti, el sistema de pluralidad bancaria en materia de emisión, respondía a las condiciones de la época y estaba de acuerdo con la descentralización económica reinante que exigía, a su vez, una descentralización bancaria (62).

Ahora bien, con el perfeccionamiento de los medios de transporte que acercan regiones distantes y convierten el país en una unidad económica, el intercambio más activo de bienes y servicios reclama para su eficaz desarrollo la correspondiente unificación en el sistema monetario. La estructura bancaria debe adaptarse a las necesidades de la época, y de ahí la formación —al lado de los grandes bancos comerciales, encargados de las operaciones de crédito propiamente dichas—, de organismos de emisión llamados a

(62) MURATTI, NATALIO: *Algunas nociones sobre los bancos centrales*. Rosario, 1935.

proporcionar a título exclusivo el numerario requerido por el movimiento de los negocios.

No es necesario abundar en detalles para mostrar las ventajas evidentes que surgen de la unidad de emisión.

La Misión de Consejeros Financieros, presidida por el profesor Kemmerer, en el proyecto de creación del Banco Central de Chile, señala los inconvenientes derivados del papel moneda emitido por numerosos bancos (63).

Este régimen no sólo implica dificultades para el intercambio, sino que hasta afecta también el funcionamiento del mecanismo monetario.

Así, la competencia entre los diversos bancos que gozan de ese privilegio, entraña un peligro de emisiones excesivas con consecuencias nefastas para el valor de la insignia. Las reservas legales que deben poseer los institutos que detentan el derecho de emisión, se hallan diseminadas, y esa circunstancia impide su movilización rápida precisamente en momentos de emergencia, disminuyendo así su eficacia. Finalmente, observa la Misión, el sistema de pluralidad bancaria carece de un organismo directivo: falta el Instituto central que responda por la estabilidad del mercado monetario.

Pero si la pluralidad en materia de emisión acusa desventajas evidentes, necesario es también señalar que la unidad del papel moneda, emitido por un ente que no sea el Banco Central, no aporta aún todos los beneficios.

Procede rodear la emisión de los billetes de todas las garantías posibles para los futuros tenedores.

La emisión de papel moneda a cargo del Estado, no siempre ofrece garantías suficientes. El Gobierno lanza billetes muchas veces al mercado, al margen de las exigencias de los negocios, y de ahí que su característica sea la falta de elasticidad.

(63) Cfr., *Legislación bancaria y monetaria de Chile*, Santiago de Chile, 1926.

Es por ello “que en estos últimos años se ha desarrollado una fuerte corriente para conceder el privilegio de emisión exclusivamente a un banco central” (64).

De modo que de los tres grupos de entes susceptibles de emitir papel moneda, a saber: Gobierno, Bancos comerciales concurrentes y Banco Central, el que mejor responde a las necesidades del mercado es este último.

En efecto, no se debe olvidar que el Banco Central, por ser un organismo erigido sobre la más amplia responsabilidad, llamado a regular el mercado monetario y del crédito, y a mantener la estabilidad de la insignia, queda encargado de una serie de funciones de interés público, cuyo cumplimiento le obliga necesariamente a prestar suma atención a la emisión de los billetes. Dentro de la misión general que se le asigna, el Banco Central no puede acceder a una emisión desenfrenada de billetes que conspiraría en primer lugar contra su propia política.

Supóngase que las condiciones del mercado llevarán al Banco a practicar una política restrictiva de crédito. Con ese propósito él procede a elevar la tasa de redescuento, a retirar mediante operaciones de mercado abierto los fondos excedentes, etc. Se comprenderá que en tales circunstancias, una emisión nueva de billetes anularía los efectos de la contracción de préstamos que el mismo Banco lleva a cabo con tanto empeño.

De ahí que el desenvolvimiento armónico de los elementos que integran el mecanismo monetario exija el monopolio de la emisión para el Banco Central, sin el cual no es posible una regulación completa del mercado.

(64) *Ibidem*, pág. 10.

“Es que el mundo no cree ya en la estabilidad de sistemas monetarios manejados por el Estado.” HUEYO, ALBERTO: *La Argentina en la depresión mundial, 1932-1933*. Buenos Aires, 1938, pág. 270.

Examen de las disposiciones legales

La ley argentina adopta ese principio. Dice en su artículo 35: “Durante todo el período para el cual ha sido constituido, el Banco tendrá el privilegio exclusivo de la emisión de billetes en la República Argentina, excepto la moneda subsidiaria a que se refiere el artículo 4º de la ley de organización; y ni el gobierno nacional, ni los gobiernos de las provincias, ni las municipalidades, bancos u otras instituciones cualesquiera, podrán emitir billetes u otros documentos que fuesen susceptibles de circular como papel moneda”.

Análogamente, la *ley peruana* en su artículo 54 dispone: “Gozará el Banco Central de Reserva del derecho exclusivo de emitir billetes bancarios durante los 30 años de su Estatuto Constitutivo. Durante ese tiempo, ni el Gobierno Nacional ni ninguna de sus divisiones políticas, ni ninguna empresa bancaria o de otra clase, ni ninguna empresa comercial, persona particular u otra entidad, sea cual fuere, emitirá papel moneda ni ningunos otros documentos de ninguna especie que circulan en el Perú en forma de moneda”.

Empero, procede señalar que el derecho de emitir papel moneda no es absoluto. Es una facultad sujeta a limitaciones no sólo en lo que a la reserva legal se refiere, sino que también en cuanto al propósito y a las denominaciones.

En casi todas las legislaciones se establece en forma clara el alcance de ese privilegio. Así, nuestra ley dispone en su art. 32, inc. a), que el Banco podrá, en las condiciones que fije el directorio, “emitir billetes de acuerdo con las disposiciones de esta ley”.

El Banco Central emite billetes cuando así lo requieren las necesidades del mercado.

El redeseñamiento de los documentos provenientes de operaciones previstas por la ley o la adquisición de oro o divisas, pueden originar un incremento del medio circulante, pero siempre dentro de limitaciones establecidas.

Asimismo, en cuanto a las denominaciones, la ley excluye la emisión de la moneda subsidiaria, destinada para facilitar las transacciones menores, de las operaciones permitidas al Banco Central. El art. 34, inc. a) es terminante al respecto. Establece: Queda prohibido al Banco “emitir billetes de denominaciones de cinco pesos moneda nacional y menores”.

Disposición análoga hallamos en la Ley del Banco de Reserva de Nueva Zelandia, cuando en su artículo 14, inc. a) prohíbe emitir billetes de denominaciones inferiores a diez chelines.

3.—La concentración de la reserva áurea.

La concentración de las reservas metálicas y su función en el sistema de los bancos centrales

Si el Banco Central es el organismo llamado a regular el mercado monetario, si ha de ajustar el crédito a las variables necesidades de los negocios, claro está que los recursos metálicos del país deben centralizarse en su poder. Pues no debe olvidarse que el oro constituye un potencial susceptible de convertirse en billetes.

De ahí que todos los estudios realizados en la última década coinciden en la conveniencia de retirar el metálico de la circulación. Tanto la Delegación del Oro de la Liga de las Naciones como el Informe Macmillan elevado al Gobierno británico, aconsejaron concentrar el oro en los sótanos de los bancos centrales.

La dispersión de las existencias metálicas entre numerosos bancos privados representa, a juicio de la Delegación, un gran inconveniente para la realización de una sana política monetaria. Si se quiere ejercer el control efectivo de los medios de pago, necesario es reunir las tenencias metálicas en las arcas de una sola autoridad, que es a la vez la encargada de emitir billetes y mantener la estabilidad de la insignia.

Pero bajo el aspecto de la misión conferida al Banco Central, las reservas no desempeñan la simple función de

garantizar la convertibilidad de la moneda emitida. El encaje en este caso no debe considerarse únicamente como respaldo de los billetes en circulación. No se trata —como dice Kemmerer— de probar la solvencia del Banco para hacer frente a sus obligaciones. Esta función la desempeña todo el activo del organismo. Lo que interesa es el mecanismo que se requiere para mantener la estabilidad de la moneda. Y esto se consigue mediante el ajuste de la cantidad del medio circulante —billetes y depósitos— a las necesidades variables del comercio.

Si en un momento determinado el mayor volumen de los negocios exige más numerario, el Banco Central, en su carácter de organismo llamado a proporcionar los medios de pago adecuados, no debe negarlo al comercio. Recíprocamente, un descenso en las actividades puede aconsejar al Banco retirar el excedente.

“El encaje del Banco Central es, pues, fundamentalmente el “fondo regulador” y no un mero “respaldo” de los billetes y depósitos del banco, y funciona con éxito únicamente cuando se le emplea efectivamente para aumentar o reducir el medio circulante del país” (65).

Cabe aquí trazar la diferencia que existe entre la reserva metálica en poder del Banco Central y la misma en las arcas de la Caja de Conversión.

Esta última institución emite tan sólo contra el ingreso de oro, ejerciendo así una función pasiva con respecto al movimiento del metal. Para la Caja de Conversión el oro es todo. Su funcionamiento se limita a convertir oro por papel y viceversa. Claro está que hablamos del juego libre del patrón oro al que, por otra parte, esa institución está íntimamente vinculada.

En forma diferente ocurre con la reserva del Banco

(65) Misión de Consejeros Financieros presidida por E. W. KEMMERER: *Exposición de Motivos sobre el Proyecto de Ley para la creación del Banco Central de Reserva del Perú*. Lima, 1931, pág. 108.

Central. Ella no sirve de simple garantía a la emisión. Constituye, como hemos visto, un verdadero fondo regulador que permite al Instituto, por medio de ciertas operaciones, ejercer una activa política de crédito y puede adelantar, inclusive, signos monetarios no ya contra el ingreso de metálico, sino también contra documentos representativos del movimiento de bienes.

Mientras bajo el régimen de la Caja de Conversión, la mayor o menor afluencia de oro sirve para aumentar o disminuir los billetes en circulación, con prescindencia a la marcha de los negocios, en el sistema del Banco Central las tenencias metálicas representan sólo un medio de acción más que se emplea para la regulación del mercado.

Un caso reciente registrado en Inglaterra nos muestra la aplicación que se da actualmente a las reservas de oro.

El 6 de enero de 1939 el Banco de Inglaterra publicó un parte habitual anunciando haber vendido 200 millones de libras en oro. Bien pronto se llegó a saber que este oro había sido transferido al "Fondo de Igualación del Cambio".

Con esta operación, las reservas del Fondo alcanzan, según las estimaciones de *The Economist*, a cerca de £ 400 millones, mientras las tenencias del Banco de Inglaterra ascienden sólo a £ 220 millones.

Vale decir, el Fondo está en posesión de 2/3 de las reservas británicas y el Banco, de 1/3. Al comentar esta distribución, observa *The Economist* que "sería interesante conocer si el establecimiento de esta relación fuera accidental o deliberado, pero en cualquier caso demuestra claramente, de una vez y por todas, que la función principal de nuestro oro es la de ajuste de nuestras diferencias exteriores, y 2/3 de nuestro oro han sido actualmente movilizados con semejante finalidad a la vista" (66).

(66) Cfr., *La libra esterlina y el oro*. Artículo traducido de *The Economist* por *Finanzas y Contabilidad*, México, mayo 1939, páginas 108-113.

La cita transcrita nos hace recordar las conclusiones a que arribaron la Delegación del Oro y el Comité Macmillan acerca de la función asignada a la reserva metálica. Más que una cobertura, su finalidad en el mecanismo monetario actual es la de un fondo regulador llamado a “hacer desaparecer las temporales fluctuaciones en los cambios”.

La magnitud adecuada de los encajes legales

Las consideraciones precedentes nos llevan a plantear el siguiente interrogante: ¿Conviene establecer una reserva fija? ¿No es quitar elasticidad a los resortes del Instituto?

Veamos más de cerca este asunto.

Como señala el miembro informante de la Comisión de Presupuesto y Hacienda en la Cámara de Diputados⁽⁶⁷⁾, existe una controversia sobre si es necesario o no establecer en realidad el monto de la garantía metálica, pero es innegable que, aunque teóricamente no sea necesario fijarla, en la práctica es imposible luchar con ciertos prejuicios al respecto.

El Informe Macmillan ya mencionado, al referirse al mismo problema, aconseja acostumbrar al público a que no atribuya demasiada importancia a las fluctuaciones de oro que el Banco pueda permitir deliberadamente. Pero, a pesar de esto —agrega—, no es irrazonable substraer una parte de las reservas a la *masse de manoeuvre* del Instituto regulador en su acción diaria. Esta parte debe considerarse como una última reserva destinada a ser utilizada “solamente en ocasiones de gravedad nacional y previa deliberación entre el Gobierno y el Banco”⁽⁶⁸⁾.

(67) Cfr., *Diario de Sesiones de la Cámara de Diputados*, año 1934/35. Tomo IX, págs. 107 y sig.

(68) Informe MACMILLAN, reproducido en forma de extracto de *The Economist*, por el *Boletín del Banco Central de Reserva del Perú*. Lima, mayo 1932, pág. 180.

Criterio similar sustenta la Delegación del Oro de la Liga, que en su informe de junio de 1932, si bien no se pronuncia en favor de la supresión de las garantías legales mínimas, por los efectos que tal medida podría acarrear en la confianza pública, aconseja, no obstante, la conveniencia de reducir los encajes mantenidos por los bancos centrales.

Coincide así con el Comité Macmillan, cuando éste afirma: “En las presentes circunstancias es muy de desear que se modifiquen en todo el mundo las desventajas que resultan de la inmovilización del oro y de las leyes, por la que una alta proporción de la existencia mundial de dicho metal queda estéril, y nosotros no debemos mantener ninguna legislación en oposición a este objetivo ⁽⁶⁹⁾.”

Del análisis de los informes citados se desprende que lo que se propugna no es la abolición completa de los encajes, sino la tendencia a darles una mayor elasticidad.

Concordante con esta conclusión, conceptuamos acertada la disposición de la ley argentina. Establece el artículo 39: “El Banco mantendrá en todo momento una reserva suficiente para asegurar el valor del peso, ya sea en oro, divisas o cambio extranjero, equivalente al 25 % como mínimo de sus billetes en circulación y obligaciones a la vista.”

Dicho coeficiente es el guarismo indicado por la Delegación del Oro de la Liga de las Naciones y fué adoptado por casi todos los bancos centrales que se organizaron en los últimos años.

Pero el monto del encaje legal mínimo no puede fijarse en todas partes por igual. La Misión Kemmerer, al estudiar este aspecto en el proyecto de creación del Banco Central de Reserva del Perú, manifiesta que para establecer el porcentaje de la reserva se debe tomar en cuenta el ambiente en que le toca actuar al Instituto.

Un país cuya estructura económica tiene por base indus-

(69) *Ibidem*.

trias diversificadas que cuentan con un mercado suficiente para colocar su producción, caracterízase por una mayor estabilidad en los precios, y de ahí que no requiera una gran reserva para atenuar las fluctuaciones.

Mayor, en cambio, ha de ser el encaje para un país de economía agropecuaria que depende de factores mucho más variables —climatéricos unos, económicos otros— para la colocación de sus productos.

De ahí que la ley argentina ha tomado una precaución más. Fija el encaje mínimo, como se ha dicho, en un 25 %, pero establece en el último inciso del mismo artículo 39, que “si en un ejercicio determinado, la reserva en relación a los billetes y obligaciones a la vista hubiera sido inferior al 33 % durante 60 días seguidos o 90 días en el total del ejercicio, no se abonará dividendo a los bancos accionistas y los beneficios correspondientes serán destinados al Fondo de Reserva General”.

La ley ha querido advertir en esta forma la seriedad de la situación que se plantea al Banco cuando su garantía metálica se aproxima al mínimo legal. Y si no ha extremado el correctivo, puesto que la prohibición de distribuir utilidades no puede considerarse medida severa, es porque no ha deseado aumentar las dificultades al comercio y a la producción, mediante tasas más elevadas de interés y la restricción acentuada del crédito, como lo practican algunos otros países.

Composición de la reserva

Establece el artículo 40 que “en ningún caso el Banco podrá tener divisas o cambio extranjero por más del 20 % de las reservas; ni computarlas dentro de las mismas por más del 10 %”.

Con esta disposición nuestra ley se aparta del proyecto presentado por el perito Otto Niemeyer. El Poder Ejecutivo, autor de la iniciativa, ha recogido la experiencia aportada por la crisis en esta materia.

Con anterioridad al año 1929, los bancos centrales mantenían una gran parte de sus reservas en divisas o depósitos en los establecimientos bancarios de Nueva York y Londres. En apoyo de esta tesis se alegaba que conservadas las reservas en las bóvedas del Banco no producen interés alguno, mientras que trasportadas al extranjero son fuente de provecho.

Los hechos registrados a partir de la inconvención de la libra esterlina demostraron cuán peligroso resulta mantener cantidades considerables en monedas extranjeras. Sin duda, es preferible no obtener ganancia alguna que incurrir en los riesgos emergentes de la desvalorización de una moneda en la que están materializadas las reservas de un país.

De ahí que se observe, desde la crisis, una tendencia hacia la reducción de las tenencias de divisas.

Una prestigiosa publicación técnica señala al respecto: "En lo que concierne a las reservas constituídas por divisas extranjeras, se indica que esas reservas formaban en 1929 un total considerable, pero que la depreciación de las principales monedas provocó una tendencia general a la conversión en oro de los haberes en divisas extranjeras" (70).

Al presentar el Poder Ejecutivo su proyecto al Congreso, recibióse en el Ministerio de Hacienda un cable de sir Otto Niemeyer, quien, entre otras cuestiones, observaba la limitación impuesta por el artículo 40. La respuesta del titular de la cartera aclaróle ese punto, señalándole que cuando se retorne a la estabilidad monetaria en los principales países del mundo, no habrá inconveniente en modificar esta disposición (71).

Veamos ahora los preceptos legales referentes a la reserva en algunos países, que, por su posición geográfica o por

(70) SOCIEDAD DE LAS NACIONES: *Monnaies et Banques*, 1936/37. Ginebra. Ver también *Boletín Mensual de la Sociedad de las Naciones*. Ginebra, agosto 1937, pág. 220.

(71) Cfr., *Algunas cuestiones suscitadas por Sir Otto Niemeyer*, en *Revista Económica*. Buenos Aires, 1934, vol. VII. Nos. 5/8, pág. 106.

las condiciones físicas similares al nuestro, ofrecen un interés especial.

Para ello hemos tomado cuatro institutos correspondientes a tres orientaciones definidas en materia de organización de bancos centrales: los de Chile y Perú, que fueron implantados por la Misión Kemmerer; el del Canadá, establecido en base al Informe de la Real Comisión Macmillan, y el de Nueva Zelandia, elaborado por el propio Gobierno, que para ello combinó la realidad de su país con la experiencia del Sud Africa y de los Estados Unidos.

Chile. — Dispone el artículo 83: “El Banco Central de Chile mantendrá una reserva de oro equivalente al 50 % del total de sus billetes en circulación y de sus depósitos. Esta reserva podrá consistir en:

1. — Oro, amonedado y en barras, depositados en las bóvedas del Banco en Chile;
2. — Oro, amonedado y en barras, depositados en custodia en bancos de primera clase establecidos en el extranjero, y
3. — Depósitos pagaderos a la vista y en oro en bancos de primera clase de Londres y de Nueva York. La proporción que dichos componentes deberán guardar entre sí será determinada por el directorio” (72).

Perú. — El capítulo VIII del proyecto de creación del Banco Central de Reserva del Perú, convertido en decreto-ley (73), se refiere al encaje legal. Establece en el artículo 67 que el Banco mantendrá un encaje normal, legal, mínimo de 50 % del conjunto de sus billetes en circulación y de sus depósitos.

(72) Misión de Consejeros Financieros presidida por E. W. KEMMERER: *Legislación bancaria y monetaria de Chile*. Santiago de Chile, 1926, págs. 84/85.

La reserva legal establecida por la Misión, fué reducida del 50 % al 35 %, con arreglo a la ley especial N^o 4993, dictada el 25 de septiembre de 1931.

(73) Con fecha 18 de abril de 1931.

Y el artículo 68 dispone: “Podrá consistir el citado encaje normal, legal, mínimo, de cualesquiera o todas las siguientes partidas:

1. — Oro en barras y monedas de oro guardadas en las bóvedas propias del Banco en el Perú, y oro guardado en custodia en el extranjero en bancos acreditados, a razón de S/2.3738 por cada gramo de oro puro.

2. — Depósitos pagaderos en oro, o su equivalente, a la vista en bancos acreditados en Nueva York y/o Londres, calculados a base de la paridad legal del oro del dólar y de la libra esterlina respectivamente, con el del sol peruano.

3. — Aceptaciones bancarias acreditadas, a plazos no mayores que 90 días contados desde la fecha de su adquisición por el Banco Central de Reserva del Perú, que sean fácilmente negociables en los mercados de Nueva York y/o Londres y del tipo que acostumbran comprar los Bancos Federales de Reserva de los Estados Unidos o el Banco de Inglaterra, según el caso, a condición de que en ningún momento se coloque en dichas aceptaciones bancarias la cantidad mayor que las $\frac{2}{5}$ partes del total del encaje normal, legal, mínimo.

4. — Monedas de plata peruanas cuya cantidad no sobrepase la décima parte del citado encaje normal, legal, mínimo del 50 %” (74).

Nótase la influencia ejercida por los hechos ocurridos en el período que media entre las fechas de fundación de ambos establecimientos. Mientras la ley chilena sancionada en 1925 fija tan sólo el encaje, dejando librado a criterio del Directorio establecer la proporción con que cada uno de sus componentes han de integrar la reserva legal, la legislación peruana dictada en 1931, dispone en el inciso 3 del artículo transcrito, que el monto de las letras pagaderas sobre Nueva

(74) Misión de Consejeros Financieros presidida por E. W. KEMMERER: *Proyecto de ley para la creación del Banco Central de Reserva del Perú*. Lima, 1931, págs. 187/88.

York o Londres no podrá representar, en ningún momento más del 40 % del encaje.

La crisis de 1929, las quiebras bancarias registradas en algunos países de Europa Central en 1931, los obstáculos que empiezan a oponerse al libre movimiento de fondos, constituyen síntomas alarmantes en el campo de la estabilidad monetaria que la Misión Kemmerer toma en consideración, y es así que al proyectar la organización del Banco Central de Reserva del Perú, cree conveniente limitar el porcentaje de las aceptaciones pagaderas, aun sobre plazas tan sólidas como Londres o Nueva York.

Canadá. — Establece el art. 26 de la ley canadiense (75) :

1. — “El Banco mantendrá siempre una reserva en garantía de los billetes en circulación y depósitos en su poder;

2. — La reserva requerida por esta Sección consistirá en oro amonedado y lingotes de propiedad exclusiva del Banco, que no sea inferior al 25 % de los billetes y depósitos ya mencionados, y *puede además incluir*:

- a) Plata en lingotes;
- b) Cambio exterior, que significará:

I. — Saldos mantenidos con el Banco de Inglaterra, el Banco de Ajustes Internacionales, el Banco de Reserva Federal de Nueva York y un Banco Central de cualquier país, cuya moneda de hecho y legalmente sea convertible a la demanda en oro exportable a un precio fijo.

II. — Letras de Tesorería u otras obligaciones del Reino Unido o de los Estados Unidos de América, que tengan un vencimiento no mayor de tres meses desde la fecha de adquisición por el Banco.

III. — Letras de Cambio que tengan un vencimiento no mayor de noventa días, excluyendo los días de gracia, desde la fecha de adquisición por el

(75) *Bank of Canada Act, 1934*, sanción, el 3 de julio de 1934. Ottawa, págs. 13/14.

Banco, pagaderas en Londres o Nueva York, o en un país cuya moneda de hecho y legalmente sea convertible a la demanda en oro exportable a un precio fijo, menos cualquier pasivo que el Banco deba pagar en la moneda del Reino Unido, de los Estados Unidos de América o de cualquier país cuya moneda de hecho y legalmente sea convertible a la demanda en oro exportable a un precio fijo”.

Nueva Zelanda. — La ley del Banco de Reserva de Nueva Zelanda dispone que será obligación del Banco mantener en todo momento una reserva mínima no inferior al 25 % del conjunto de los billetes en circulación y de las otras exigibilidades a la vista.

“Esta reserva consistirá en:

1. — Oro amonedado y en barras de propiedad exclusiva del Banco;
2. — Cambio en libras esterlinas en forma de depósitos en el Banco de Inglaterra; así como de Letras de Tesorería británicas, de un plazo no mayor de tres meses, y letras de cambio pagaderas en Londres, que lleven por lo menos dos firmas buenas, con un plazo no mayor de tres meses;
3. — Disponibilidades de cambio en oro neto de la propiedad exclusiva del Banco, que se encuentren en forma de saldos en los bancos centrales, y letras de cambio que venzan dentro de tres meses, y lleven por lo menos dos buenas firmas” (76).

Al comparar las disposiciones de los cuatro países citados, conviene señalar en cuanto se relaciona con la legislación argentina:

1. — La tendencia de establecer la reserva con respecto a los billetes en circulación y las obligaciones a la vista. Es un hecho ya comprobado que los depósitos del Banco Central

(76) *Reserve Bank of New Zealand Act, 1933*, sanción, el 27 de noviembre de 1933, Sección 17 (1).

forman una obligación de naturaleza similar a la de sus billetes (77).

2. — Referente a los distintos elementos que integran la reserva legal mínima, mientras la ley del Canadá exige una tenencia áurea no inferior al 25 %, aparte de la suplementaria que puede consistir en divisas, la legislación argentina no es tan rígida al respecto. Admite dentro del encaje legal de 25 % cierto porcentaje de cambio extranjero, si bien, como hemos visto, lo limita al 20% en relación a las existencias totales, estableciendo además que no podrán ser computadas las divisas por más del 10 %.

Las leyes chilena y neozelandesa no reglamentan la proporción en que deberán mantenerse los diversos componentes de la reserva.

La ley peruana limita, como se ha dicho, el porcentaje de las aceptaciones (40 %) y fija además en un 10 % la proporción que pueden alcanzar las monedas de plata en el encaje legal, mínimo.

4. — Centralización de los encajes bancarios y de los fondos del Estado.

Objetivos de los encajes bancarios

Tanto la doctrina como la legislación en materia bancaria han dedicado atención especial al problema de los efectivos mínimos que deben mantener los establecimientos de crédito privados en relación a sus depósitos.

Las disposiciones dictadas al respecto persiguen una doble finalidad. Por un lado, los bancos en su carácter de depo-

(77) "Juzga la Misión que los requisitos respecto al encaje legal deben ser iguales para los depósitos y billetes en circulación."

Exposición de motivos sobre el proyecto de ley para la creación del Banco Central de Reserva del Perú. Lima, 1931, pág. 101.

sitarios de los ahorros que les confían las grandes masas de población, deben ofrecer al público una seguridad de poder afrontar retiros imprevistos de fondos. Pues no se debe olvidar que el ejercicio del oficio bancario comporta una responsabilidad mucho mayor que cualquier otra actividad.

Mientras la caída de una empresa comercial o industrial afecta tan sólo a un grupo limitado de intereses, la quiebra de un banco puede propagar rápidamente la alarma de sus depositantes a los de otros bancos, y originar así un pánico que alcance a todos los establecimientos de crédito y, por intermedio de ellos, a la economía entera.

De ahí que se ha llegado a exigir a los bancos el mantenimiento de ciertos encajes, a fin de dar a la estructura de crédito, en interés de la comunidad y de la propia seguridad bancaria, cierto grado de liquidez (78).

Empero, no es éste el único propósito que se atribuye a los encajes. Su misión traspasa los límites de la mera garantía de la solvencia bancaria. Constituyen los efectivos concentrados en el Instituto central, un resorte poderoso para hacer valer su política en el mercado del crédito.

Hemos visto que el organismo central posee el derecho exclusivo de emitir billetes. Pero este medio solo no es suficiente para ejercer sus funciones reguladoras. No le basta con ser el canal, aunque sea el único, de la circulación monetaria legal. Es que, como se ha explicado ya en otra oportunidad, los medios de pago se componen, además de los signos oficiales de valor, de los depósitos bancarios sujetos a cheque. En este sentido, los establecimientos de crédito particulares pueden suplir fácilmente la función emisora asignada al Instituto central. Aquéllos, cuando otorgan préstamos,

(78) "Entonces podemos conceptuar el encaje legal como la cantidad mínima en efectivo que deben tener los bancos en todo momento para subvenir los reembolsos que se soliciten."

Trabajos de Seminario de la Facultad de Ciencias Económicas, Comerciales y Políticas. Rosario, tomo XII-1938, pp. 155/56.

crean depósitos, que al moverse activamente mediante cheques, desempeñan la misma función monetaria de los billetes, a los que, de más en más, tienden a sobrepasar en importancia (79).

Es por ello que el Banco Central debe extender su acción a la esfera del crédito y mantener en su poder la mayor parte de las reservas bancarias, así como de los fondos del Gobierno.

Las existencias en poder de los bancos representan crédito en potencia que las instituciones pueden poner en movimiento, muchas veces contra la orientación del organismo regulador. La centralización obligatoria de una gran parte de los encajes permite al Banco regular la capacidad crediticia de los establecimientos de acuerdo a las necesidades del mercado. Constituye además un fondo común al que los bancos pueden acudir en momentos de emergencia.

El régimen de los efectivos mínimos en la legislación argentina

Explicados los objetivos que se persiguen con la concentración de los encajes bancarios, pasemos ahora a examinar las disposiciones que rigen la materia en nuestro país.

Bajo el título “Relaciones con los bancos” establece el artículo 42 de la ley 12.155, que todos los bancos, sean nacionales o extranjeros, que operen en el país con un capital no inferior a un millón de pesos, deberán mantener en el Banco Central los 2/3 del encaje mínimo que determina la ley de bancos.

Y la ley (12.156) a que se refiere el precepto, dispone en su artículo 2º: “Los bancos nacionales o sucursales de bancos extranjeros establecidos en la Argentina, deberán mantener en todo momento *en el país* un efectivo que represente

(79) Cfr., KISCH, CECIL H. Y ELKIN, W. A.: *Central Banks*. Londres, 1932, págs. 105 y sigtes.

Ver, además, Mensaje al H. Congreso de la Nación en *Leyes sobre bancos y moneda*. Buenos Aires, 1935, pág. 91.

por lo menos el 16 % de sus depósitos a la vista y el 8 % de sus depósitos a plazo.”

Para mayor claridad del estudio corresponde contemplar dos aspectos: a) el del encaje mínimo que se exige mantener; b) el de la parte de ese encaje que debe depositarse en el Instituto central.

En cuanto a los encajes obligatorios, ellos son extensivos a todos los bancos (con capital inferior o superior a un millón de pesos).

Conviene señalar que el proyecto del perito inglés fijaba en un 20 % el efectivo mínimo con respecto a los depósitos a la vista, y en un 10 %, en relación a los depósitos a plazo.

Pero, como advierte el mensaje del Poder Ejecutivo, la propia experiencia, “que debe ser consultada en este caso más que el ejemplo extranjero”, indica que los guarismos establecidos en la ley alcanzan para cumplir con los fines que se ha querido atribuir a los efectivos.

Referente al porcentaje de los encajes que se debe depositar en el Central, cabe anotar que la disposición respectiva es tan sólo obligatoria para los bancos con un capital no inferior a un millón de pesos. Los establecimientos menores, si bien deben mantener un encaje igual al de los bancos grandes, tienen la opción de guardarlos ellos mismos o bien depositarlos en el Instituto central (80).

En esta materia sufrió una modificación en el Congreso el proyecto del Poder Ejecutivo.

Establecía este último, con arreglo a las recomendaciones de sir Otto Niemeyer, que los bancos con un capital superior a un millón, tendrán que depositar en el Central sólo la mitad del encaje mínimo.

La Cámara de Diputados reformó el porcentaje, fijándolo en 2/3. El Senado aceptó la modificación y la ley quedó

(80) De acuerdo con el art. 13 del decreto N° 65.227, de agosto 8 de 1935, reglamentario de la Ley de Bancos N° 12.156.

sancionada en esta parte en la forma dispuesta en su actual artículo 42.

Otra enmienda introducida por la Cámara baja concretóse a agregar las palabras “en el país” a continuación de las “mantener en todo momento” (Ley 12.156, art. 2º).

Es de suponer que la intención del legislador ha sido con ello exigir que las reservas de los establecimientos de crédito, sobre todo de las sucursales de bancos extranjeros, sean radicadas en el país.

Breve análisis de la legislación extranjera

Chile. — La Ley general de Bancos (81) establece en su artículo 73:

“Todo banco comercial y toda institución de ahorros debe tener disponible en caja o en depósitos a la vista en el Banco Central, como garantía de los depósitos:

a) El 20 % a lo menos del valor total de los depósitos a la vista; y

b) El 8 % a lo menos del valor total de los depósitos a plazo” (82).

Canadá. — Dispone el artículo 27, inc. 1) de la Ley del Banco del Canadá, que:

“Todo banco adherido deberá mantener desde el día en que es autorizado para iniciar sus operaciones, una reserva no inferior al 5 % de sus obligaciones legales en el Canadá,

(81) Sancionada con fecha 21 de agosto de 1925, en base al proyecto presentado por la Misión Kemmerer.

(82) La ley fué modificada en esta parte en febrero de 1928. Según el *Boletín Mensual del Banco Central de Chile* (Febr. 1928, página 6), los bancos se quejaban constantemente de que se les obligara a mantener un porcentaje de caja demasiado alto. La reforma aprobada redujo los encajes obligatorios al 15 % y al 6 % de los depósitos a la vista y a plazo, respectivamente.

y esa reserva consistirá en depósitos en el Banco (Central) y en billetes poseídos por tal banco” (83).

Nueva Zelanda. — La Ley del Banco de Reserva fija el monto de los encajes que los bancos deben mantener en el Banco de Reserva: “En ningún momento podrán ser inferiores al 7 % de sus obligaciones a la vista y al 3 % de los depósitos a plazo” (84).

El examen de las disposiciones transcritas nos lleva a las siguientes conclusiones:

1.— En todos los países adoptóse el régimen de los efectivos mínimos, que, a la par que constituyen una garantía de los depósitos confiados a los Bancos, forman un resorte en manos del Instituto central para regular la capacidad crediticia de los establecimientos privados.

2.— Los porcentajes exigidos son diferentes según se trate de obligaciones a la vista o exigibilidades a término. Cabe anotar que la ley canadiense fija un encaje igual para los depósitos de uno u otro plazo (85).

3.— Mientras las leyes de Chile y del Canadá se limitan a establecer el monto de los efectivos, dejando a los bancos la opción de mantenerlos en billetes o en depósitos a la vista en el organismo central, la legislación de Nueva Zelanda dispone que los encajes bancarios tendrán que guardarse en el Banco de Reserva. Nuestra ley fija tan sólo en 2/3 el porcentaje que obligatoriamente se debe mantener en el Central.

(83) *Bank of Canada Act, 1934.* Ottawa, 1934, pág. 14.

(84) *Reserve Bank of New Zealand Act, 1933.* Parte V, Secc. 45, artículo 2º.

(85) La ley de Colombia establece un porcentaje distinto según se trate de un banco accionista o no del Banco de la República, permitiéndoseles a los primeros la reducción del encaje a la mitad del exigido por la ley.

Ver: *Trabajos de Seminario de la Facultad de Ciencias Económicas, Comerciales y Políticas.* Rosario. Tomo XII-1938, pág. 158.

4. — Cada país determina, de acuerdo con las modalidades del ambiente, la proporción mínima que han de conservar los establecimientos entre los depósitos y el efectivo. La experiencia propia constituye en este caso una guía que con el mayor provecho puede ser consultada.

A fin de facilitar el estudio comparativo, hemos creído conveniente presentar el cuadro 12, en el que aparecen en forma sinóptica las disposiciones de los diferentes países.

CUADRO N° 12

ENCAJES BANCARIOS EXIGIDOS EN ALGUNOS PAISES

Países	Disposición legal respectiva	PORCENTAJES		Observaciones
		Depósitos vista	Depósitos plazo	
Argentina ..	Art. 2	16 %	8 %	Modificado. Ver nota 82
Bélgica	„ 11	(*)	(*)	
Bolivia	„ 102	20 %	10 %	
Canadá	„ 27	5 %	5 %	
Chile	„ 73	20 %	8 %	
Colombia	„ 88	50 % (1)	25 % (1)	
		25 % (2)	12 ½ % (2)	
España	„ 2	(**)	(**)	
N. Zelandia .	Sec. 45	7 %	3 %	
Perú	Art. 65	20 %	8 %	

Fuente: *Trabajos de Seminario de la Facultad de Ciencias Económicas, Comerciales y Políticas*. Rosario, tomo XII. Datos ampliados en lo referente al Canadá y Nueva Zelandia, con lo que disponen las leyes respectivas.

(1) Para bancos no accionistas del Banco de la República.

(2) Para bancos accionistas del Banco de la República.

(*) Los establece la Comisión Bancaria.

(**) Los establece el Consejo Superior Bancario.

Tendencias recientes en materia de los encajes bancarios

Hemos visto que los depósitos bancarios mantenidos en el Instituto central responden a una doble finalidad: a) sirven de garantía a los ahorros que el público guarda en las instituciones de crédito; y b) constituyen un resorte que permite al organismo central regular el mercado monetario.

A fin de tornar más eficaz ese último medio de acción, algunas legislaciones se han apartado recientemente del procedimiento usual de establecer proporciones fijas entre el efectivo y los depósitos. En lugar de los encajes rígidos, han preferido delegar en el Directorio del Banco la facultad de exigir dentro de ciertos límites, las reservas que las instituciones deben mantener con respecto a sus depósitos.

Se introduce así el concepto de elasticidad en esta materia y el organismo central está capacitado para ajustar las existencias, que son las bases del crédito, a las necesidades variables del mercado.

En momentos de tensión monetaria, o sea de escasez de circulante, un encaje rígidamente establecido por ley, puede constituir un obstáculo para el desenvolvimiento de los negocios. En estas circunstancias una reducción de los efectivos exigidos permitiría a los bancos ampliar sus bases de crédito en beneficio de la actividad económica.

Recíprocamente, durante la abundancia de fondos, que constituye siempre un peligro de inflación de crédito, el Banco Central podría requerir encajes más elevados, y, al disminuir la capacidad de préstamos, lograría contrarrestar la tendencia expansionista.

La experiencia aportada por el sistema de los Estados Unidos parece demostrar la eficacia de ese resorte regulador del mercado.

En ese país, en que la crisis bancaria de 1933 dió origen a una serie de leyes nuevas, la enmienda Thomas introducida al Bill de inflación ⁽⁸⁶⁾, reemplaza el régimen de porcentajes fijos por el de encajes elásticos.

(86) Dictado el 12 de mayo de 1933.

De acuerdo con esta enmienda, la Junta de la Reserva Federal podía, con el voto afirmativo de no menos de 5 de sus miembros y con la aprobación del Poder Ejecutivo, declarar que “existe un estado de emergencia por razones de expansión de crédito”. Como correctivo de dicha emergencia, la Junta estaba facultada para aumentar o disminuir periódicamente, a su discreción, los encajes requeridos.

La Ley Bancaria de 1935 vino a precisar el alcance de esa atribución. De pasar el proyecto en la forma como fué sancionado en la Cámara de Representantes, la Junta hubiese poseído el derecho ilimitado de alterar los encajes. Empero, en su aprobación definitiva ⁽⁸⁷⁾, la ley autoriza a la Junta Federal a variar las reservas dentro de los siguientes límites: en ningún momento podrán ser inferiores a las existentes en la fecha de sancionarse el “Banking Act, 1935”, ni superiores al doble de las mismas.

Sin necesidad, pues, de tener que declarar que existe un “estado de emergencia”, la Junta puede disponer la reducción de los encajes para evitar así una excesiva contracción de crédito, o proceder a elevar los efectivos para prevenir una desmesurada expansión de préstamos.

La aplicación de esta medida en el período comprendido entre mediados de 1936 y abril de 1938, aportó una experiencia que se examina en un interesante estudio al que nos permitimos remitir ⁽⁸⁸⁾. Los efectos de ese resorte sobre la economía general han sido tales que inducen a Wagemann a afirmar que, “sin duda, la tasa móvil de liquidez es un nuevo medio eficaz en la política de crédito” ⁽⁸⁹⁾.

(87) Con fecha agosto 23 de 1935.

(88) *The history of reserve requirements for Banks in the United States*, en *Federal Reserve Bulletin*. Wash., nov. 1938, págs. 953 a 972.

(89) WAGEMANN, ERNST: *Wirtschaftspolitische Strategie*. Hamburgo, 1937, pág. 321.

Disposición análoga hallamos también en la nueva Ley Orgánica del Banco Central del Ecuador ⁽⁹⁰⁾. Así, el art. 57, después de establecer que las instituciones autorizadas para recibir depósitos, deberán conservar en el Banco Central un encaje no menor de 10 %, dispone en el apartado 4º: “El Banco Central podrá, por resolución de su Consejo aprobada por mayoría de 7 votos cuando menos, y teniendo en cuenta la situación del sistema bancario y de los mercados de crédito y de cambios, aumentar hasta 15 % o reducir hasta 5 %, la parte de la reserva proporcional al monto de los depósitos a la vista, a plazo, o en cuenta de ahorros; en la inteligencia de que la resolución respectiva del Consejo podrá ser dictada en general para todos los depósitos, o sólo para cierta categoría de ellos” ⁽⁹¹⁾.

Como se ve, el Consejo está facultado para variar los guarismos porcentuales establecidos por la ley, pero esa alteración depende del requisito de determinada mayoría de votos y debe tomar en consideración la coyuntura del mercado de crédito.

5. — La política de redescuento.

Función de las operaciones de redescuento

Si el régimen de los encajes bancarios, que tiende a evitar una expansión del crédito más allá de cierto grado de liquidez, ejerce con ello una acción indirecta sobre el mercado monetario, el redescuento constituye un resorte mediante el cual el Banco Central percibe las necesidades de los negocios y puede imponer en forma más directa su política a los bancos comerciales.

Variaciones de orden cíclico o estacional en las activida-

(90) Promulgada el 30 de diciembre de 1937.

(91) *Boletín Mensual del Banco Central del Ecuador*. Quito, diciembre 1937, pág. 99.

des económicas colocan muchas veces a las instituciones bancarias en la necesidad de acudir al organismo central en busca de numerario que se les facilita mediante las operaciones de redescuento.

Así, por ejemplo, el levantamiento de la cosecha origina una mayor demanda de circulante, que, al incidir sobre los efectivos, puede obligar a los bancos a llevar sus documentos a redescantarlos en el Instituto central y obtener en esta forma los billetes requeridos.

A su vez, las crecientes exportaciones de metálico, motivadas por un desequilibrio en las cuentas internacionales, provocan una sensible restricción de los medios de pago, que se hace necesario suavizar o moderar con la intervención del redescuento de papeles.

En ambos casos, las operaciones de redescuento dan lugar a la creación de depósitos en el Banco Central a la orden de los bancos comerciales, que éstos utilizan girando sobre aquéllos para obtener los billetes con que pueden responder a las exigencias del mercado.

De lo expuesto se desprende que el redescuento es el medio que permite a los bancos reponer sus existencias y hacer frente a la demanda de numerario en momentos de escasez de circulante.

Pero el ejercicio de esa función no implica convertir al Banco Central en fuente creadora de capitales. Es misión del ahorro y no del crédito a corto plazo proporcionar los fondos requeridos por las inversiones. El mensaje del Poder Ejecutivo lo señala claramente cuando al citar el comentario del perito inglés, dice que “el redescuento debe ser siempre una operación de carácter transitorio y no un medio de procurarse constantemente fondos en el Banco Central” (92).

Por otra parte, el Instituto emisor no actúa en estas operaciones a título de agente pasivo. No se limita a redescan-

(92) Exposición de motivos de los proyectos sobre bancos y moneda, en *Revista Económica*. Buenos Aires, vol. VII-Nos. 5/8, p. 73.

tar papeles elegibles que les llevan los establecimientos de crédito, sino que interviene también en el mercado, tratando de encauzar el movimiento de los negocios, factor determinante de las necesidades de numerario.

Para realizar este propósito cuenta el Banco Central, entre otros, con el instrumento del tipo de redescuento que en seguida examinaremos.

La tasa de redescuento como instrumento regulador del mercado

Antes de iniciar el estudio de los casos en que interviene el tipo de redescuento como medio de regulación activa, conviene precisar el alcance mismo de la tasa.

Es un hecho conocido que cuando un banco hace redescantar en el Central un pagaré de su cliente, da a este documento, al endosarlo, un carácter de mayor seguridad. En estas condiciones justificase la aplicación de un tipo de redescuento más bajo que el cobrado por el banco a su cliente. A la vez, debe existir un margen en las tasas que permita a los establecimientos de crédito cubrir los gastos inherentes a la operación.

Empero, es un principio aceptado que la tasa de redescuento no debe estar muy por debajo del tipo del interés que rige en el mercado de crédito. De no ser así, los bancos hallarían una gran ventaja en tomar prestado capital permanente del Central —procedimiento que sería de consecuencias funestas para toda la estructura monetaria del país.

“Las tasas deben ser tales que los bancos accionistas vean que les es provechoso redescantar en el Central únicamente en las épocas de emergencia o de extraordinaria estrechez de sus propios recursos, y deben ser tales que los bancos se vean presionados a cubrir los préstamos que hayan tomado del Banco Central tan pronto como haya pasado la situación de

crisis o de extraordinaria restricción de sus recursos'' (93).

Procede señalar también que la fijación de la tasa es facultad privativa del Directorio. Así lo establecen por ejemplo la ley chilena (art. 59) y la argentina (art. 20, inc. e). En apoyo de esta tesis se sostiene que siendo el Banco Central el organismo responsable de mantener estable el mercado, debe delegarse en él la facultad de variar el tipo de redescuento.

Tanto la ley chilena (art. 57) como la argentina (art. 32, incisos *d*) y *e*) fijan diversas tasas para diferentes clases de papeles. Asimismo, el sistema de la Reserva Federal tiene establecida una práctica similar, como también para documentos de clase igual pero de vencimientos distintos.

Corresponde ahora examinar los casos en que es dable a la tasa actuar como instrumento de regulación:

a) Al producirse un desequilibrio en las cuentas internacionales, la tasa de descuento puede emplearse para nivelar la balanza. Con elevar el tipo, se convierte al país en mercado de atracción de capitales, los que dentro de las condiciones de normalidad se dirigen siempre hacia el lugar de mayor remuneración. El aflujó de fondos contribuye a contrarrestar la salida de metálico y a devolver la normalidad al mercado monetario.

Análogamente, una balanza excesivamente favorable puede corregirse mediante la baja del tipo de redescuento, puesto que con ello se consigue desalentar los capitales extranjeros.

b) El segundo caso que da lugar a una corrección posible, es el que deriva de la desproporción registrada entre los efectivos bancarios y el volumen de crédito. Sabido es que el crecimiento de los préstamos origina un descenso en las existencias. La excesiva reducción de los encajes ban-

(93) Misión de Consejeros Financieros presidida por E. W. KEMMERER: *Legislación bancaria y monetaria de Chile*. Santiago de Chile, 1926, págs. 37/38.

carios puede obligar al organismo central a intervenir en el mercado, empleando para ello los resortes de que dispone, entre otros, el de la tasa.

Con elevar esta última logra disminuir la demanda de crédito y aumentar las reservas de los bancos.

e) El tipo de redescuento puede influir también en la marcha de los negocios. Al rebajar la tasa, el Banco Central practica una política de “dinero barato”. El crédito es accesible a numerosas industrias, nótase un aumento en la circulación de billetes, el poder adquisitivo de la población se dilata y toda la actividad económica puede marcar rumbos ascendentes.

Si el movimiento de los negocios aconseja, en cambio, una política moderadora, el Banco procura mediante la elevación del tipo de redescuento restringir el crédito. En este caso, la demanda de préstamos se estrellará contra un mayor precio de dinero y muchas industrias se verán obligadas a diferir ciertas operaciones que en otras circunstancias hubiesen podido realizar.

Claro está que la aplicación eficaz de ese medio supone en todos los casos el funcionamiento libre del patrón oro y la falta de impedimentos al movimiento de capitales.

Sólo en estas condiciones el tipo de redescuento puede considerarse como uno de los principales instrumentos de que dispone el Banco para mantener el funcionamiento normal del mercado de crédito comercial ⁽⁹⁴⁾.

Análisis comparativo, con la legislación extranjera, de la política de redescuento

Examinado el objetivo de las operaciones de redescuento, contemplados los casos en que puede intervenir la

(94) Cfr., Misión de Consejos Financieros presidida por E. W. KEMMERER: *Proyecto de ley de creación del Banco Central de Reserva del Perú junto con su exposición de motivos*. Lima, 1931, pág. 74.

tasa como instrumento de regulación crediticia, veamos ahora las disposiciones que rigen al respecto en algunos países.

La importancia de las operaciones de redescuento pónense de relieve al recordar que la ley de los Estados Unidos recalca especialmente el papel de los Bancos de Reserva Federal como bancos de redescuento para los establecimientos comerciales.

No todos los documentos son susceptibles de ser redescuotados. En la doctrina y en la práctica háblase de papeles y títulos “elegibles”.

Para que el documento sea elegible, necesario es que reúna determinadas condiciones respecto al propósito con que fué creado, el período de su vencimiento y la calidad de dicho papel.

Los documentos que se ofrecen al redescuento deben ante todo originarse en operaciones realizadas de “bona-fide” y que se relacionen con el proceso de la producción o circulación de las mercancías. Transacciones de esta naturaleza crean papeles líquidos, puesto que entrañan la cualidad de proveer los fondos con que serán pagados a su vencimiento.

Los pagarés llamados de favor atentan contra los requisitos establecidos para el redescuento, que debe ser operación a corto plazo, perfectamente garantizada y de liquidación automática.

Dentro de la política de redescuento ocupa un lugar especial el elemento “plazo”.

Se ha podido observar que en casi todos los institutos organizados por la Misión Kemmerer en los países sudamericanos, prevalecía para las operaciones de redescuento el término máximo de 90 días. Esta disposición originó una serie de trastornos en la vida económica de esos países. Lo señala acertadamente el informe del perito mexicano Dr. M. Gómez Morín, quien ha intervenido en la preparación de la

última reforma del Banco Central del Ecuador (95).

De acuerdo con el régimen anterior, implantado por la Misión Kemmerer (96), el redescuento estaba autorizado sólo por un plazo de 90 días. A consecuencia de esta disposición, el crédito se encauzaba casi exclusivamente hacia el comercio. Resultaba, pues, que mientras en este sector existía una abundancia de crédito, limitada con inflación, en otras esferas de la actividad económica, sentíase falta absoluta de circulante (97).

Las necesidades de crédito, en lo que al plazo se refiere, no son iguales para todas las actividades económicas. Dependen de la duración del ciclo, que es diferente según sea el negocio. Las operaciones relacionadas con el comercio propiamente dicho pueden muy bien completar su proceso en un término de 90 días. No así en lo que respecta a la industria y a la agricultura. En estas actividades la circulación es más bien lenta, y de ahí que su financiación requiera un plazo más largo.

Hechas estas explicaciones, veamos las disposiciones legales.

Según el Estatuto del *Banco de Grecia* (art. 55, inc. 5), el "Banco puede descontar, comprar, vender letras o pagarés internos emitidos de buena fe sobre operaciones y transacciones comerciales revestidas con dos firmas solventes y a un plazo no mayor de 3 meses. Este plazo puede ser de nueve meses en el caso de que se trate de efectos agrícolas, siempre que el total de estos descuentos no sea mayor del 25 % del total de la cartera del Banco en letras y pagarés".

Como se ve, responde esta disposición a los principios

(95) Cfr., Exposición del Dr. M. Gómez Morin al Sr. Ministro de Hacienda, sobre sus labores en el Ecuador, en *Boletín Mensual del Banco Central del Ecuador*. Quito, diciembre 1937, págs. 10/23.

(96) Según decreto de fecha marzo 4 de 1927.

(97) Cfr., LASO, LUIS EDUARDO: *La nueva ley orgánica del Banco Central del Ecuador*. Quito, 1938.

modernos elaborados para el funcionamiento de un Banco Central y que fueron formulados por el Comité de la Liga de las Naciones en su Informe sobre la creación del Banco de Grecia en 1927.

El plazo fijado es de tres meses, y en cuanto a documentos provenientes de operaciones agrícolas, dada la naturaleza de las mismas, se autoriza su redescuento hasta por el término de nueve meses, pero se establece un límite: el monto de esos papeles no podrá exceder del 25 % del total de la cartera del Banco.

Disposición análoga hallamos en la *Ley de Nueva Zelanda*, cuando en su sección 13 establece que el valor total de los documentos agropecuarios en poder del Banco de Reserva no será superior en ningún momento del 40 % del importe total de las letras, pagarés y otros documentos similares que posea el organismo central.

La *Ley del Banco de Canadá*, inspirada en los mismos principios, si bien no fija proporción alguna, delega en el mismo Instituto la facultad de limitar a un porcentaje el monto de los documentos que tengan un vencimiento mayor de los 90 días pero no superior a los 180 (art. 21).

La *Ley argentina* no establece límite al monto del redescuento de papeles cuyo vencimiento exceda los 90 días, pero en el art. 32, inc. e), habla que cuando se trate de documentos agropecuarios o industriales que venzan dentro de los 90 días, el tipo de redescuento será inferior al que se aplica para los mismos a 180 días. Con ello pónese de manifiesto la tendencia de estimular la creación de papel a corto plazo.

La *Ley chilena* autoriza solamente el redescuento de documentos cuyo vencimiento no sea mayor de 90 días (art. 57, inc. 4) (98).

(98) Véase más adelante la evolución operada, al respecto, en ese país.

Cabe recordar nuevamente lo dicho acerca de los principios que primaban en las instituciones organizadas por la Misión Kemmerer, antes de la crisis de 1929. El plazo máxime para los papeles admitidos al redescuento era de 90 días.

Pero en estas condiciones el redescuento no podía cumplir con la misión que se le asigna, a saber: proveer de circulante a los negocios en momentos de escasez de numerario. Y es así que ante las enormes dificultades experimentadas por la agricultura, expidióse en el Ecuador con fecha 28 de diciembre de 1932 un decreto legislativo que en su artículo 5º autorizaba al Banco “a conceder préstamos directos, descuentos y redescuentos al público y a los bancos, con el plazo hasta de 180 días”.

El proyecto de ley para la creación del *Banco de Reserva del Perú*, formulado por la citada Misión en 1931, parece recoger ya la experiencia aportada por los años de la crisis y aconseja plazos que respondan a las necesidades de la economía peruana. Así, en el art. 53 establece: “El Banco no redescontará ni descontará ningún documento a más que 90 días desde la fecha de redescuento o descuento”. Pero agrega: “Sin embargo, en el caso de documentos ampliamente **garantizados por productos agrícolas o ganado**, la obligación podrá ser por un máximum de seis meses, contados desde la fecha en que el Banco adquirió el documento” (99).

Nótase bien claro la orientación nueva adoptada por Kemmerer en materia de plazo para el redescuento de papeles.

La duración más larga del proceso económico en la agricultura y en la industria reclama créditos a un término mayor, y ello explica que casi todas las leyes autoricen ampliar el plazo de redescuento cuando se trate de documentos provenientes de operaciones relacionadas con la producción, ela-

(99) El monto total de esas operaciones, con plazo mayor de 90 días, no podrá exceder del 30 % del capital intacto y fondos de reserva del Banco.

boración o negociación de productos agropecuarios y, en algunos casos, de industriales.

Es el principio que sigue también la *Ley argentina*, cuando en el art. 32 (incisos d y e) admite el redescuento a término más largo para esos últimos documentos ⁽¹⁰⁰⁾.

Concepto igual hallamos en la *Ley del Banco de Canadá*. Según el art. 21, autorizase el redescuento a 90 días, de documentos relacionados con la producción o negociación de bienes, productos y mercancías; y a 180 días, de papeles derivados de la producción o negociación de productos agrícolas, forestales, mineros, marítimos.

La Ley del *Banco de Reserva de Nueva Zelandia* se refiere a esas operaciones en la sección 13, art. 1º. Amplía el término del redescuento para documentos comerciales a 120 días (inciso d). Difiere así de las legislaciones recientemente comentadas que establecen para esa clase de papel el plazo de sólo 90 días.

En cuanto a los documentos provenientes de transacciones ganaderas y agrícolas, autorizase su redescuento dentro del término de los seis meses a partir de la fecha de su adquisición por el Banco.

De lo expuesto se deduce que todas las legislaciones establecen para las operaciones de redescuentos, plazos cortos, que oscilan entre tres meses para documentos comerciales y seis meses para los originados en transacciones agropecuarias. Para el papel derivado de estas últimas, algunas leyes amplían el término hasta dentro de nueve meses. Es el caso del Banco de Grecia, citado más arriba. Asimismo, la reciente reforma de los estatutos del Banco de Polonia admite como papel elegible para el redescuento, documentos cuyo venci-

(100) Procede señalar que el Proyecto Niemeyer fijaba sólo en 150 días el vencimiento máximo para redescuento del papel emergente de operaciones en productos agrícolas o ganaderos. El Poder Ejecutivo y las Cámaras se han apartado de esa recomendación, optando por extender el plazo, en el caso de esa clase de documentos, a 180 días.

miento sea de nueve meses, siempre que representen operaciones relacionadas con la venta de productos agrícolas u originadas en créditos para el levantamiento de la cosecha (101). Véase el cuadro 13.

CUADRO N° 13

PLAZOS MÁXIMOS ADMISIBLES EN EL REDESCUENTO DE DOCUMENTOS PROVENIENTES DE:

Países	Disposición legal respectiva	OPERACIONES		Industriales, mineras, etc.
		Comerciales	Agropecuarias	
Argentina	Art. 32	90 días	180 días	180 días
Canadá	„ 21	90 „	180 „	180 „
Chile	Leyes especiales	90 „	180 „	180 „
Ecuador	Art. 45	90 „	270 „	180 „
Grecia	„ 55	3 meses	9 meses	
Nueva Zelandia	Sec. 13	120 días	6 „	
Polonia	Ley de 24/3/1939	3 meses	9 „	
Perú	Art. 53	90 días	6 „	

Cuadro confeccionado en base a datos tomados de las leyes respectivas.

La crisis económica y el redescuento en el sistema bancario de Kemmerer

Al estudiar la legislación comparada en materia de redescuento, hemos señalado la tendencia que se perfilaba en casi todos los institutos organizados por la Misión Kemmerer,

(101) Reforma aprobada por la Asamblea General de Accionistas el 13 de febrero de 1939 y ratificada por la ley de fecha 24 de marzo del mismo año. Ver: *Bulletin Trimestriel de la Bank Polski*, Varsovia, marzo 1939, págs. 5/11.

consistente en admitir sólo documentos cuyo vencimiento no exceda los 90 días.

Anotamos de paso los trastornos que tal limitación ocasionaba a la economía de esos países.

Por considerarlo de interés, nos proponemos ahora examinar en detalle la evolución operada al respecto a causa de las necesidades emergentes de la crisis.

Para ello hemos elegido el caso de Chile, que es sintomático para todo el sistema y nos aporta, además, una experiencia, ampliamente aleccionadora. Como se verá en seguida, el plazo excesivamente corto establecido para las operaciones de redescuento, originó dificultades tan grandes para ciertas actividades primarias, que los poderes públicos se vieron obligados a modificar por leyes especiales la estructura originaria del sistema.

De acuerdo con la ley orgánica del Banco Central de Chile, los únicos documentos elegibles eran los de término máximo de 90 días. El papel creado, pues, en las transacciones agrícolas o mineras, no era apto para el redescuento. Resultaba así que las letras originadas en las industrias madres de ese país, no gozaban entre los bancos del mismo favor que los pagarés comerciales, porque estos últimos, de vencimiento generalmente más corto que aquéllas, constituían, por la operación de redescuento, valores muy fáciles de realizar.

Ahora bien, mientras los establecimientos particulares de crédito, se hallaban en situación de holgura, la actividad agrícola, industrial o minera no tropezaba con dificultades para la obtención de préstamos. Los bancos poseían fondos en abundancia para proveer a su financiación.

Pero tan pronto se inició la crisis con sus repercusiones sobre el mercado monetario, sintiéronse sus efectos sobre las posibilidades de conseguir crédito para aquella clase de operaciones, que crean por lo común papel a plazo largo, y, por ende, no susceptible, como se ha visto, de ser redescotado.

La tensión llega a asumir proporciones alarmantes a

finés de 1930 cuando a causa del balance comercial desfavorable y la brusca interrupción en la afluencia de capitales extranjeros nuevos, se registra una gran contracción del medio circulante.

El siguiente cuadro lo revela claramente.

**EXISTENCIAS METALICAS Y MEDIO CIRCULANTE EN
CHILE (102)**

Mediados del año	Reservas de oro del Banco Central	Moneda en circulación
1929	\$ 461 millones	\$ 509 millones
1930	„ 385 „	„ 449 „
1931	„ 222 „	„ 342 „

La salida de metálico reduce drásticamente las existencias de los bancos y los obliga a restringir el crédito.

Para evitar, pues, una excesiva contracción de crédito, se imponía la necesidad de reponer las existencias, que el Banco Central podía realizar mediante el redescuento de los documentos que figuran en las carteras de los establecimientos. Pero como gran parte de aquéllos, por la naturaleza de las operaciones que los originan, corresponden a vencimientos mayores de 90 días —término máximo admisible para el redescuento—, se hace necesario, en consecuencia, reformar la disposición pertinente.

Y es así como se dicta la ley N^o 4.806, complementada luego por la ley N^o 6.006, de 1^o de febrero de 1937, en virtud de las cuales el Instituto Central estaba facultado para redescantar letras o pagarés, a un plazo no mayor de seis meses, cuando estuvieran plenamente garantidos con productos agrícolas o ganado. El monto total de esas ope-

(102) Fuente: *Memoria del Banco Central de Chile, año 1931*. Sgo. de Chile, 1932, págs. 12/13.

raciones no podrá exceder de \$ 20 millones (ley N^o 6.006, art. 2^o, promulgada el 1 de febrero de 1937) ⁽¹⁰³⁾.

Análogamente, con fecha 6 de febrero de 1934, dictóse la ley N^o 5.394, según la cual autorizábase al Banco Central a otorgar préstamos y a conceder redescuentos contra documentos a no más de 180 días, originados por venta de trigo, garantidos con vales de prenda visados por la Junta de Exportación Agrícola. El límite máximo de esos descuentos ha sido fijado en \$ 120 millones ⁽¹⁰⁴⁾.

Por último, con fecha 27 de agosto de 1938, promulgóse la ley N^o 6.237, que permite al organismo central acordar créditos en condiciones especiales a la minería.

De sus disposiciones, cabe señalar para nuestro estudio el art. 3^o, que establece: "Sin perjuicio de los créditos a que se refiere el artículo 1^o de la presente ley, el Banco Central de Chile podrá efectuar operaciones con letras giradas, aceptadas o avaluadas por la Caja de Crédito Minero con vencimiento hasta de 180 días" ⁽¹⁰⁵⁾.

Como se ve, se ha registrado una evolución en materia de redescuento. Del plazo originario de 90 días, uniforme para todas las transacciones, se pasó, por la fuerza de los hechos, a términos distintos, de 90 y 180 días, según sean las operaciones que dan lugar a la creación del papel.

Se ha ampliado así el plazo de redescuento para los documentos relacionados con la actividad agropecuaria o minera, cuya financiación, como se ha dicho, requiere términos de duración más larga.

No puede pasar inadvertida la similitud existente entre esas últimas disposiciones, adoptadas por razones de emergencia, y las que contienen en forma orgánica las leyes de

(103) Fuente: *Memoria del Banco Central de Chile, año 1937*. Santiago de Chile, 1938, págs. 53/54.

(104) *Memoria del Banco Central de Chile, año 1935*. Sgo. de Chile, 1936, pág. 59.

(105) *Ibidem*, año 1938. Sgo. de Chile, 1939, pág. 63.

Nueva Zelanda, Canadá y Argentina, no hace mucho dictadas, que, sin duda, han recogido la experiencia aportada por la crisis.

6. — Operaciones de mercado abierto.

Mecanismo de estas operaciones

Dentro de los medios de acción con que cuenta el Banco Central para regular el mercado monetario y del crédito, procede mencionar especialmente el recurso denominado "open market operations".

Trátase de operaciones de compraventa de títulos a corto plazo, realizadas por el organismo regulador con el fin de ajustar los medios de pago a las necesidades de los negocios.

Necesario es recordar que esta última misión constituye en realidad la función preponderante de un Banco Central. Vimos también que para su cumplimiento, posee aquél resortes o medios adecuados, cuya aplicación examinamos en el curso de este capítulo.

Ahora bien, en momentos de aflujo de metálico que amenaza convertirse en una expansión desmesurada de crédito, la tasa de redescuento, considerada hasta hace poco como el instrumento más eficaz de regulación monetaria, resulta impotente para detener esas tendencias expansivas.

En efecto, ¿de qué sirve elevar el tipo de redescuento, si los bancos comerciales cuentan con fondos abundantes que los eximen de recurrir al Instituto central?

En estas circunstancias los establecimientos de crédito se ven completamente libres de seguir o no la política del Banco. Aparece, pues, el peligro de que aquéllos practiquen una inflación de crédito, pese a que la marcha de los negocios aconseje más bien una política moderadora.

Asimismo, el régimen de los encajes bancarios fijos,

como es el que adoptó nuestra ley, tampoco constituye un freno eficaz para impedir la dilatación del crédito. El aflujo de fondos determina generalmente que las reservas excedentes, base potencial de préstamos, crezcan con un ritmo más acelerado que los efectivos mínimos legales.

En casos semejantes, no queda al Banco Central otro recurso que el de las operaciones de mercado abierto ⁽¹⁰⁶⁾.

Mediante ventas de títulos, consigue absorber disponibilidades excedentes, ya que conviene a los bancos invertir sus fondos en valores de corto vencimiento y de rédito aceptable dada la situación del mercado.

Procede señalar la importancia especial que en nuestro medio adquiere ese instrumento de regulación monetaria.

Las fluctuaciones bruscas que registran las exportaciones y las inversiones de capitales extranjeros, originan movimientos irregulares de fondos cuyos efectos sobre el mercado monetario son bien conocidos.

Recuérdese que el papel asignado a las reservas en el artículo 3 de nuestra ley, consiste precisamente en moderar las consecuencias de esas oscilaciones.

Imagínese la corriente favorable de metálico hacia el país motivada por la colocación ventajosa de una gran cosecha en el mercado mundial.

El ingreso de oro acrecentaría considerablemente los depósitos, aumentaría el poder adquisitivo de la población y provocaría naturalmente un repunte desmesurado de las importaciones. Pero esta "prosperidad" no es eterna. Los mismos factores que causaron los balances favorables, bien pronto podrían determinar una corriente inversa. Comprén-

(106) Debe mencionarse también la persuasión moral que, dada la autoridad y el prestigio del organismo, desempeña un papel destacado entre los medios de acción.

lense, pues, los peligros que entrañaría un brusco cambio de esa situación ⁽¹⁰⁷⁾.

De ahí la necesidad de vigilar cuidadosamente la cantidad de los medios de pago. Este propósito encuentra un auxiliar eficaz en las operaciones de mercado abierto.

Cuando existe abundancia de fondos y tienden a bajar las tasas de interés, el Banco Central, a fin de impedir una dilatación de préstamos, ofrece en el mercado títulos a corto plazo, que, por el rédito que producen, encuentran colocación entre los bancos. Con ello, retira el organismo dinero de la plaza, y, al reducir en esta forma las disponibilidades, logra restringir la capacidad crediticia de los bancos.

Al sobrevenir un movimiento opuesto en el balance de pagos, y el oro tiende a exportarse y a contraer la circulación y las existencias bancarias, el Instituto central procede a realizar la operación inversa. Mediante la compra de los mismos títulos, devuelve al mercado los fondos que había absorbido anteriormente.

Con la aplicación de ese procedimiento, la entrada de metálico no se traduce necesariamente en un aumento de billetes. Da lugar a la creación de disponibilidades, y si su volumen excede las necesidades de los negocios, amenazando con originar una expansión de crédito, el Banco procede entonces a retirar esos fondos sobrantes mediante las operaciones de mercado abierto.

Práctica de estas operaciones en nuestro país

Las consideraciones precedentes nos facilitarán el estudio de la disposición legal argentina.

Establece el art. 32, inc. 1), que el Banco podrá “vender

(107) Acerca de la influencia que ejerce sobre el mercado monetario y del crédito una entrada o salida de oro, véanse interesantes consideraciones en *Bank for International Settlements, VII Annual Report*, Basilea.

a los **otros bancos** o volver a comprar de los mismos los bonos consolidados del tesoro nacional recibidos o adquiridos por el Banco en virtud del artículo 7º de la ley de organización y los valores nacionales adquiridos de acuerdo con el artículo 34, inciso b), última parte”.

Nótase, ante todo, la intención de fijar un límite al monto de esas operaciones.

En efecto, de no proceder así, o sea, si el organismo pudiera comprar y vender a los bancos valores públicos sin límite, el Estado podría servirse de ese medio para que el Banco Central financiase la colocación de sus emisiones. Con adquirir de los bancos los títulos que éstos hubieran suscripto al Gobierno, el Instituto central se habría convertido en una fuente proveedora de recursos del Estado, en pugna evidente con los propósitos que inspiraron todo el sistema.

“Sería en realidad, una inflación disimulada, como la que se ha practicado en algunos países en esta forma, por lo que se ha criticado justamente las operaciones del mercado libre” (108).

Para evitar esta situación fijóse un límite en base a los guarismos: a) los m\$.n. 400 millones de Bonos Consolidados creados por el art. 7º de la Ley de Organización, y cuya transformación hemos visto en el capítulo III, y b) los valores nacionales que el Banco está autorizado a adquirir hasta el monto de su capital y reservas (art. 34, inc. b), ítem 2º).

No existe, pues, como señala el mensaje del Poder Ejecutivo, “la menor posibilidad de que las operaciones interbancarias de compraventa de títulos sean el instrumento de una financiación inflacionista de las emisiones de títulos del Gobierno” (109).

(108) Exposición de motivos de los proyectos sobre bancos y moneda, en *Revista Económica*, Buenos Aires, vol. VII, Nos. 5/8, pág. 75.

(109) A propósito de la adopción de este resorte por nuestro país, véase un estudio aparecido en *Revue Politique et Parlementaire*, París, abril 1938, pág. 78.

Interesante es señalar que mientras en la Argentina las operaciones de mercado abierto pueden efectuarse únicamente con “otros bancos”, en algunas leyes se autoriza su realización también con el público.

Así, la ley de Canadá establece que “el Banco puede, a propósito de sus operaciones de mercado abierto, comprar y vender en el mercado abierto, a **cualquier persona**, dentro o fuera del Canadá, valores, transferencias cablegráficas, aceptaciones bancarias y letras de cambio... con o sin el endoso de un banco adherido” (art. 21 (1)).

A la vez, la ley chilena faculta al Banco Central para ejecutar esas operaciones **con el público** “dentro de límites prudentes” (art. 57).

No es posible desconocer las ventajas que acusa el sistema de la colocación directa de esos valores en el mercado

Se ha visto que en momentos de plétora de fondos, existe el peligro de que los bancos practiquen una política de crédito diferente de la que interesa al organismo regulador. La persuasión moral que suele ejercer este último, no siempre resulta ser un resorte eficaz.

En estas circunstancias, procede que el Banco Central, con el fin de proteger al mercado monetario y hacer efectiva la tasa de redescuento, intervenga vendiendo directamente al público valores de fácil realización. Con ello, logra reducir las existencias de los bancos, puesto que deben suministrar el dinero para pagar los títulos adquiridos por los particulares.

Al practicar esas ventas directas, el Banco Central consigue absorber una parte de los medios de pago, y de este modo obliga a los bancos a elevar sus tasas de descuento y a restringir la expansión peligrosa de los préstamos.

La experiencia aportada por el mecanismo de esas operaciones en nuestro país, induce al Banco Central a sugerir en su última Memoria la conveniencia de adoptar el procedimiento de negociación directa con el público.

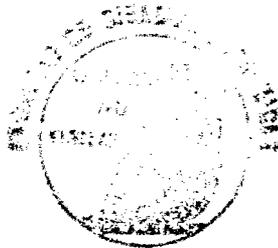
Si bien el Banco ha podido retirar una parte considerable de los fondos excedentes, mediante la colocación de sus certificados entre los bancos, tal operación, empero, no afectó el monto de los depósitos corrientes o del dinero en manos del público, que entre ambos representan la masa del poder adquisitivo de la población.

“Es más: la colocación de estos papeles en los bancos no tiene toda la eficacia necesaria, porque es una inversión transitoria susceptible de liquidarse en breve plazo si se desea colocar los fondos en otras inversiones. En cambio, la colocación de dichos papeles en el mercado tendría este efecto: para pagar su importe al Banco Central, emisor de los papeles, el público giraría contra sus depósitos corrientes y los bancos transferirían los fondos en cuestión al Banco Central, quien los cancelaría al punto, como hace actualmente con los provenientes de las suscripciones de certificados. En esta forma los fondos se retirarían definitivamente de los bancos y se substraerían por completo a la posibilidad de ser utilizados en la expansión del crédito, mientras prosiga su acción absorbente el Banco Central” (110).

Confirman estas palabras la conveniencia señalada de negociar papeles directamente con el público, práctica adoptada ya, como se ha visto, en otros países, y de ahí que el Banco aconseje la formación gradual de un “mercado a corto plazo”.

(110) *Memoria del Banco Central de la República Argentina*, correspondiente a 1938. Buenos Aires, 1939, pág. 25.

Análisis de la Acción Realizada por el
Banco Central de la República Argentina



BIBLIOTECA

VI

ANALISIS DE LA ACCION REALIZADA POR EL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

1.—Alcance de nuestro examen.

Nos proponemos ahora estudiar la acción desarrollada por el organismo regulador en el mercado durante el período que transcurre desde sus comienzos hasta fines de 1938.

En los capítulos anteriores pasamos revista a los fenómenos registrados con antelación al nuevo régimen, a la necesidad, cada vez más acentuada, de reformar el sistema, a las operaciones iniciales, y a los objetivos y medios de que dispone esta clase de institutos.

Interesa ahora ver cómo el organismo, dotado de nuevos resortes creados por la reforma, ha actuado sobre el sistema bancario. En base a los hechos observados en la plaza a partir de la fecha de su iniciación, y de la política aplicada por el Banco, trataremos de determinar si el mecanismo cuenta actualmente con la flexibilidad necesaria para atenuar las fluctuaciones tan peculiares de nuestra economía.

No nos guía sólo una curiosidad académica, sino que consideraciones de orden práctico imponen esa dilucidación, pues el análisis nos debe mostrar si la estructura actual está suficientemente protegida contra las bruscas oscilaciones que tantas perturbaciones originaban en el régimen anterior.

A ese examen dedicaremos el presente capítulo.

2.—Consecuencias de los balances de pago favorables y sus efectos sobre los principales rubros bancarios.

Comenzaremos por estudiar la incidencia de los balances de pago en el mercado monetario. Conocida es la relación que existe en nuestro país entre esos fenómenos.

Pese al riesgo de incurrir en repeticiones, nos parece conveniente trazar a grandes líneas el proceso derivado de nuestras cuentas internacionales.

Los saldos positivos del balance de pagos originan un ingreso de divisas, que, al no hallar demanda inmediata, se ofrecen a los bancos. Estos últimos, al adquirir el excedente a su clientela, acreditan su equivalente a los vendedores y determinan así un acrecentamiento en los depósitos en cuenta corriente.

A su vez, al desprenderse los bancos comerciales del cambio comprado, mediante su transferencia al Banco Central, experimentan aumentos en sus efectivos bancarios en sumas iguales.

En ambos casos, nos encontramos en presencia de la creación de nuevos medios de pago: tanto los vendedores como los bancos comerciales cuentan con disponibilidades acrecentadas que pueden emplear en cualquier momento.

Una mayor cantidad de los medios de pago en el mercado implica un poder adquisitivo más elevado, y como en la satisfacción de las necesidades de la población intervienen productos de origen extranjero, esa mayor capacidad de compra se traduce en un aumento de las importaciones.

Arribamos así a la primera conclusión: los saldos positivos del balance de pagos propenden a un incremento en las importaciones.

Hasta aquí el proceso no parece engendrar trastornos en el mercado monetario. Mientras el aumento de las importaciones está respaldado por el ingreso anterior de divisas,

efectúase la compensación de partidas sin afectar el mercado de cambios.

Empero, los hechos no ocurren en forma tan simple. Es que los bancos, al recibir fondos por el traspaso de las divisas al Banco Central, que acrecientan sus efectivos, buscan aplicación para los mismos, ya que su gestión los obliga a fomentar operaciones lucrativas. Expandirán, pues, sus préstamos, y aquí comienza una nueva etapa en el desarrollo del proceso.

Al otorgar préstamos, los bancos crean nuevos medios de pago que entrañan un poder adquisitivo adicional al que ya se creó con el ingreso de divisas a causa de los saldos positivos.

El medio circulante originado por la dilatación de crédito, se traduce, pues, al igual que el determinado por el ingreso de divisas, en un aumento de las importaciones.

Ahora bien, a pesar de la repercusión similar en el fomento de las importaciones, el poder adquisitivo proveniente de una expansión crediticia engendra efectos monetarios distintos al derivado de una mayor exportación. Pues mientras la capacidad de compra originada por el incremento de las exportaciones, tiene asegurada divisas para pagar las importaciones, el poder adquisitivo fomentado por la dilatación de crédito no lleva respaldo semejante, y bien pronto los compromisos resultantes de ese grupo de importaciones, comienzan a gravitar sobre las reservas metálicas preexistentes, con la amenaza evidente para la estabilidad monetaria.

La explicación precedente nos permitirá esbozar la política que habrá de realizar el Banco Central en esas circunstancias.

Si no actúa el organismo regulador preventivamente, y se deja que los fondos recibidos vayan a engrosar sin control los efectivos bancarios, creando premisas para una expansión del crédito, grandes serán las perturbaciones que origine el proceso. Demasiado reciente es la experiencia aportada

por el período 1927/1930, como para olvidar los trastornos causados por la afluencia incontrolable de metálico ocurrida en la primera parte de ese lapso.

Veamos, pues, la acción del Banco Central en el ciclo actual, muy semejante, por cierto, al mencionado recientemente.

3. — El ingreso de fondos y la política de absorción.

El funcionamiento del Banco Central se inicia en un ambiente de franca prosperidad. Buenas cosechas, demanda sostenida en el mercado mundial, precios remuneradores y crecidas inversiones de capitales extranjeros, aportan al país considerables saldos positivos.

Según se desprende del cuadro 14, el año 1935 cierra con un guarismo favorable de m\$.n. 164 millones, alcanzando en el año 1936 a una cifra aún más elevada, a saber: m\$.n. 427 millones.

CUADRO N° 14
EL BALANCE DE PAGOS Y LA EVOLUCION DE LOS PRINCIPALES RUBROS BANCARIOS
(En millones de m\$.n.)

Fin de Diciembre:	Saldos del Balance de rubros ctes. (1)	DEPOSITOS		Exist. bancarias	% Exist. depós.	Préstam. e Inversiones
		en cta. cte.	Total			
1934	+ 123	1.111,1	3.426,6	413,8	12,1	3.657,0
1935	+ 164	1.065,0	3.356,7	827,5	24,7	2.454,0
1936	+ 427	1.288,5	3.669,2	772,1	21,0	2.585,4
1937	+ 407	1.401,9	3.880,7	689,7	17,8	2.640,1
1938	— 582 (2)	1.312,3	3.790,5	630,9	16,6	2.853,0

Cuadro confeccionado en base a guarismos publicados en la *Revista Económica*, Buenos Aires, 1938, vol. I, N° 3, pág. 100, y su *Suplemento Estadístico*.

(1) Corresponden a guarismos anuales.

(2) Cifra mencionada por la *Memoria del Banco Central*, 1938, pág. 1.

Esos saldos positivos se reflejan de inmediato en el rubro de los depósitos en cuenta corriente, que de m\$.n. 1.065,0 millones para fines de 1935 pasan a m\$.n. 1.288,5 millones y a m\$.n. 1.401,9 millones para igual fecha de los años 1936 y 1937, respectivamente.

Análoga tendencia es de observar en el conjunto de los depósitos, lo que viene a comprobar la evolución del proceso descripto anteriormente.

Empero, las existencias bancarias denotan descensos. De m\$.n. 827,5 millones para fines de 1935, bajan a m\$.n. 689,7 millones al cerrar el año 1937.

La falta de correlación en la marcha de esas curvas, se debe precisamente a la acción del Banco Central.

Mediante la política de absorción de fondos que en seguida examinaremos, ha tratado de evitar que el ingreso de las divisas vaya a engrosar en cantidades equivalentes los recursos bancarios.

El cuadro 15 muestra cómo el Instituto central retiraba del mercado las disponibilidades que iba creando al comprar cambio a los bancos, quienes a su vez lo adquirirían a su clientela.

Inició esa práctica con el instrumento de los Certificados de Participación en Bonos Consolidados, creado por la reforma de 1935, y cuando éstos resultaron insuficientes ante la gran afluencia de fondos, se procedió primero a emitir con la autorización del Poder Ejecutivo Letras de Tesorería, hasta la cantidad de m\$.n. 100 millones, ⁽¹¹¹⁾ y luego, a operar en Certificados de Custodia de Oro y Divisas, especialmente creados ⁽¹¹²⁾.

Dicho sea de paso, la emisión de esas Letras fué hecha con prescindencia de las operaciones que se realizan para atender exigencias temporarias del Tesoro. Su producido ha sido aplicado a la adquisición de divisas, evitando así que se

(111) De fecha 24 de noviembre de 1936.

(112) En el mes de marzo de 1937.

dirijan al mercado. Oportunamente fué utilizado su producto en la repatriación de la deuda.

En cuanto a los Certificados de Custodia, se colocan entre los bancos en la misma forma que los Certificados de Participación. La inversión de los fondos en oro y divisas, que el Banco Central realiza con fines de absorción por cuenta de los bancos, produce a estos últimos un rendimiento análogo al de los Certificados de Participación en Bonos Consolidados.

Observando el cuadro 15, se ve que la cantidad total de fondos retirados en esta forma, alcanzó a fines de 1936 la suma de m\$.n. 464,5 millones.

CUADRO N° 15

FONDOS BANCARIOS ABSORBIDOS POR EL BANCO CENTRAL

(En millones de m\$.n.)

Fin de:	Certif. de Particip. en Bonos Cons. del Tesoro Nacional (Valor real)	Letras de Tesorería emit. para compra de oro y divisas (2)	Certificados de Custodia de oro y divisas	TOTAL	Efectivo de los Bancos
Mayo 1935(1)	—	—	—	—	926,5
Dic'bre 1935.	194,9	—	—	194,9	827,5
„ 1936.	397,0	67,5	—	464,5	772,1
„ 1937.	309,1	63,6	234,6	607,3	689,7
„ 1938.	300,1	63,6	10,0	373,7	630,9

Fuente: *Suplemento Estadístico de la Revista Económica y Memorias del Banco Central.*

(1) Fecha de iniciación de las operaciones del Banco.

(2) El producto de estas letras fué empleado oportunamente en la repatriación de la deuda en dólares.

La afluencia de dinero que persiste en el primer semestre de 1937, obliga a echar mano del recurso de los Certificados de Custodia, con que se empieza a operar, como se ha visto, en marzo del mismo año.

En agosto se llega a absorber mediante los tres instrumentos, la cantidad máxima de m\$. 741,3 millones, y en diciembre de 1937, los fondos retirados del mercado ascienden a m\$. 607,3 millones. Los Certificados de Custodia participan en esta suma con el guarismo de m\$. 234,6 millones. Véase el cuadro 15.

La política de absorción de fondos practicada por el Banco Central reflejóse en el rubro de los efectivos bancarios.

Según puede verse en el cuadro 15, el aumento de los recursos absorbidos estaba acompañado por la reducción en las existencias de los bancos. Era precisamente lo que perseguía el organismo regulador: impedir que el ingreso de divisas se traducea en un incremento de los efectivos.

Conclusión segunda que conviene anotar: la política del Banco logra neutralizar los efectos de los saldos positivos en el mercado monetario, consiguiendo disminuir las existencias que, como se sabe, constituyen potenciales para una expansión de crédito.

Conforme se desprende del cuadro 14, la reducción de las existencias unida al aumento de los depósitos, ha repercutido en el encaje, que señala retrocesos persistentes.

Procede, empero, anotar que el descenso de los efectivos no se debe únicamente a la política de absorción, si bien es su factor principal. Es que los bancos invierten también una parte de sus fondos en las operaciones de préstamos, que registran aumentos continuos. El estudio de este fenómeno será objeto de examen ulterior.

4. — El problema de los capitales flotantes.

La acción que el Banco Central desarrolla en el mercado en los primeros años de su funcionamiento, caracterízase por el propósito de aprovechar la experiencia aportada por la historia bancaria y monetaria del país.

La realidad argentina se nos presenta, según vimos, como una sucesión de períodos prósperos y adversos, perío-

dos que resultan de la acción, a veces combinada, a veces contrapuesta, de sus fuerzas económicas internas y externas.

Estos movimientos ondulatorios constituyen el hecho típico de la economía argentina, y sus repercusiones en la situación bancaria se hacen sentir en forma notable.

La política del organismo regulador consiste precisamente en atenuar la amplitud de esas fluctuaciones cíclicas. Formar reservas en épocas de bonanza para emplearlas luego en tiempos de receso, constituye uno de los objetivos enunciadados dentro del artículo 3º de la Ley de Creación. El Banco Central ha tratado de realizar ese fin en los años 1935/37.

Ahora bien, a esas oscilaciones propias de la economía de un país agrario, procede añadir un nuevo factor de alteraciones en el mercado. Nos referimos a los fondos flotantes que ingresan en momentos de prosperidad en busca de inversiones temporarias y de fácil liquidación, y que tan pronto aparecen síntomas de un año menos promisorio, abandonan el país y se dirigen hacia otra plaza.

El movimiento de esos capitales fugaces origina grandes perturbaciones en el mercado monetario: su aflujo causa un incremento en los medios de pago, nótase una tendencia hacia la expansión de préstamos, hacia la elevación de los precios, y en cuanto se inicia la dilatación de las curvas económicas, se registra el reflujó de esos fondos, lo que determina efectos deflacionistas con los perjuicios fácilmente imaginables.

No debe confundirse ese dinero con los capitales que se incorporan a título definitivo. Mientras éstos contribuyen al mejor desarrollo de las fuerzas económicas de un país, aquél jamás se arraiga.

No se trata de un fenómeno de orden local, sino de un hecho de carácter universal. Sus perturbaciones son tanto mayores cuanto que esos fondos no se dirigen a donde hacen falta, sino precisamente a donde no se les necesita, y abandonan la plaza en un momento en que su permanencia podría resultar provechosa para el país.

Con razón ese dinero ha sido llamado por los norteamericanos “hot money”, o sea, moneda caliente, pues queda en las manos del que lo recibe y no lo puede retener.

A fines de 1936 se observa en nuestro país la llegada de cuantiosos fondos flotantes. Interesa saber, pues, si el Banco Central ha conseguido neutralizar sus efectos perturbadores, y en caso afirmativo, en qué forma ha logrado ese objetivo.

Partiendo de la premisa que no era posible sustraer el país a esos movimientos, ni tampoco evitar sus repercusiones, el Banco Central se había propuesto desviar esos capitales hacia el mercado libre, en otros términos, limitar su campo de acción.

Cabe recordar que con arreglo al régimen dual de cambios implantado en noviembre de 1933, las operaciones con divisas se realizan en dos mercados: el oficial y el libre. En el primero se negocian las letras provenientes de las exportaciones regulares, exceptuadas las que se dirigen a los países limítrofes, o sea cerca del 90 % del total de las exportaciones. En el mismo se liquida la mayor parte de los compromisos con el exterior.

El mercado libre, en cambio, recibe las divisas provenientes de las exportaciones “irregulares” y de las remesas al país no originadas por exportaciones, a saber: inversión de capitales, beneficio de los exportadores, gastos de aprovisionamiento de vapores, indemnizaciones, ingresos de turistas, etc.

Dentro del conjunto de las operaciones de cambio que se realizan en ambos mercados, la mayor parte de divisas se negocia en el oficial. El libre percibe tan sólo el 10 % de las letras provenientes de las exportaciones, y en cuanto a los demás rubros, su magnitud depende de factores variables, pero con todo es en el mercado oficial en donde “se paga el total de los servicios de la deuda pública externa y el 83 % de las importaciones” (113).

(113) *Memoria del Banco Central de la República Argentina*, correspondiente a 1937. Buenos Aires, 1938, pág. 4.

Hecha esa digresión explicativa, retomemos el hilo de nuestra exposición.

Ante el problema planteado al país por la llegada de cuantiosos fondos, ante la incertidumbre acerca de la duración de su permanencia, el Banco Central había resuelto aislarlos en el mercado libre. Es así que en el cuarto trimestre de 1936 el organismo regulador procedió a absorber gran parte de esa fuente, constituyendo con ella una reserva de emergencia.

Según se desprende del cuadro que publica la Memoria del Banco Central correspondiente al tercer ejercicio (pág. 6), en el año 1936 pudo retirarse del mercado en esa forma la cantidad neta de m\$. 151,5 millones.

De no proceder así, el exceso de la oferta sobre la demanda en el mercado libre hubiese provocado una valorización fugaz del peso, que no se hubiera podido mantener durante mucho tiempo. Tal es así que en el año 1937 la demanda de cambio en ese mercado, provocada en gran parte por el éxodo de los mismos fondos, excede en mucho la oferta correspondiente, y el Banco Central se ve obligado a intervenir activamente.

En su nueva intervención, el Banco procura evitar las pronunciadas alteraciones en la cotización del peso, debiendo para ello desprenderse de m\$. 170,4 millones, cantidad que entregó al mercado libre.

De ahí que conviene anotar una nueva conclusión: si bien la gran parte del volumen de las transacciones con el exterior se realiza en el mercado oficial, no por ello procede desinteresarse de las tendencias que se observan en el libre. Aparte de la conveniencia de atenuar las oscilaciones del peso en este mercado, por la repercusión que tal hecho tiene en las plazas extranjeras, la aparición de los fondos flotantes ha acrecentado la proporción con que participa el mercado libre en el balance de pagos del país.

Así, del déficit que arroja el año 1938, m\$. 313 millo-

nes corresponden al mercado oficial y m\$.n. 269 millones al mercado libre ⁽¹¹⁴⁾.

El cuadro 16 muestra aún en forma más clara las alteraciones ocurridas a causa del movimiento de los fondos flotantes.

CUADRO N° 16
BALANCE DE PAGOS EN EL MERCADO LIBRE EN 1937 (*)
(En millones de m\$.n.)

RUBROS	I semestre	II semestre	Diferencia
1. — ACTIVO	383,1	266,9	— 116,2
Exportaciones	144,1	95,6	— 48,5
Fletes y gastos de vapores y otras operaciones de cerealistas	35,0	36,1	+ 1,1
Inversiones de capital, fondos flotantes y operaciones de particulares	145,4	84,4	— 61,0
Operaciones menores de pesos moneda nacional 16.000	58,6	50,8	— 7,8
2. — PASIVO	355,0	467,6	+ 112,6
Importaciones	129,8	140,4	+ 10,6
Exportaciones y amortizaciones de capital, fondos flotantes, servicios financieros, operaciones de particulares y diversas	122,9	210,3	+ 87,4
Operaciones menores de pesos moneda nacional 16.000	102,3	116,9	+ 14,6
3. — SUPERAVIT (+) ó DEFICIT (—) (1-2)	+ 28,1	— 200,7	

Fuente: *Memoria del Banco Central de la República Argentina, correspondiente al año 1937*, pág. 9.

(*) A los tipos reales de las operaciones.

(114) Cfr., *Memoria del Banco Central de la República Argentina, correspondiente a 1938*. Buenos Aires, 1939, pág. 1.

En él se estudia por separado la evolución de los guarismos registrados en cada semestre de 1937.

Mientras la primera mitad del año arroja cierto superávit (m\$. 28 millones), el segundo semestre acusa un fuerte déficit (m\$. 201 millones), originado precisamente por la reducción de las nuevas inversiones en el activo y el aumento correlativo del éxodo de fondos en el pasivo. En consecuencia, el año 1937 clausura en el mercado libre con un déficit neto de m\$. 172,6 millones.

Ahora bien, según se ha dicho más arriba, el Banco Central ha tratado de morigerar la influencia perturbadora de los capitales flotantes mediante su aislamiento en el mercado libre. Su acción era por así decirlo de carácter negativo.

Cabe ahora preguntar: ¿no era posible evitar por completo la venida de esos fondos? ¿Constituía nuestro país un campo de atracción natural para ese dinero volátil? ¿No es que factores especiales derivados de la política económica y monetaria general contribuyeron a que a fines de 1936 nos viéramos enfrentados a ese problema?

Comprendemos la responsabilidad que implica plantear esos interrogantes, ya que no es posible dar al respecto respuestas categóricas. Intentaremos, empero, señalar un aspecto digno de estudio, a fin de que las conclusiones a que se pueda arribar, sirvan de aporte para una situación semejante a repetirse en el futuro.

Nos basamos para ello en un editorial de "La Prensa" que al referirse al mismo fenómeno expresa que "la venida al país de capitales flotantes, cuyos efectos perturbadores ha acreditado la experiencia mundial, sólo puede deberse a la precipitada rebaja del peso" (115).

Por otra parte, señala que es de dudar si la afluencia de esos fondos haya sido tan grande como para constituir un problema para el país.

(115) Cfr., *La Prensa*, septiembre 15 de 1937.

La abundancia de disponibilidades en el mercado se debe, según ese diario, al desequilibrio comercial que resulta del rápido crecimiento de las exportaciones en tanto que las importaciones, frenadas por las barreras excesivas, que datan de la época de balances desfavorables, no podían seguir con el mismo ritmo.

La restricción de las importaciones podía justificarse mientras servía de recurso para ajustarlas a las exportaciones, pero en cuanto éstas señalaron una expansión intensa, quizás ya no se debían mantener los obstáculos en igual grado, sino aliviarlos paulatinamente a fin de satisfacer ciertas necesidades de la actividad económica y propender a la formación de industrias que nos hubieran independizado del exterior en caso de sobrevenir circunstancias adversas.

Analizando las afirmaciones del mencionado periódico, conviene anotar:

a) que los aumentos acentuados en los saldos positivos del comercio exterior en los años 1935/37, resultan efectivamente, como lo señala el mismo órgano del Banco Central, de una expansión más intensa en las exportaciones que en las importaciones ⁽¹¹⁶⁾;

2) que la cotización que regía para las divisas hasta el 10 de diciembre de 1936 —fecha en que el tipo de la libra fué rebajado en el mercado oficial—, podría constituir quizás un estímulo para que los capitales fugaces se dirijan hacia el país, pues sus tenedores obtenían mayor cantidad de moneda nacional por sus libras, florines, etc.;

3) que cierto alivio en la restricción de las importaciones en 1936 y el primer semestre de 1937 no hubiese estado en pugna con la política de absorción que practicaba el Banco. No es de creer que el aumento adecuado de ciertos rubros

(116) Cfr., *Revista Económica*, Buenos Aires, 1938, vol. I, Nº 3, pág. 101.

de importaciones en ese período implicaba necesariamente lanzar al mercado mayores medios de pago de los que disponía ya la plaza. Quizás éstos mismos se hubieran reducido, sin afectar para nada las transacciones normales, y con la consecuente contracción de las grandes disponibilidades. Pues, con absorber en esta forma productiva parte del poder adquisitivo creado por los grandes saldos favorables, se hubiera disminuído las disponibilidades bancarias y tonificado la dilatación del crédito.

•5.— Inversión del balance de pagos y la acción del Banco Central.

Hasta aquí todo nuestro análisis acerca de la acción del organismo central versaba en torno de un período, que por sus tendencias representa la parte ascendente del ciclo económico argentino.

Esta fase termina en la segunda mitad del año 1937, en que comienza por manifestarse una declinación que se acentúa en el transcurso de 1938.

Distintos son los problemas que se plantean al Banco en este segundo período. Y como “son los tiempos difíciles, y no los de prosperidad, los que... ponen a prueba un mecanismo monetario y la previsión y la destreza con que se lo maneja” ⁽¹¹⁷⁾ interesa, sin duda, examinar la actuación del Instituto en ese lapso, comprendido entre fines de 1937 y diciembre de 1938, en especial, en lo que se relacione con la inversión del balance de pagos.

Según puede verse en el cuadro 14, nuestras cuentas internacionales arrojan en 1938 un déficit de m\$. 582 millones ⁽¹¹⁸⁾.

(117) Mensaje del Poder Ejecutivo al H. Congreso de la Nación, en *Leyes sobre bancos y moneda*. Buenos Aires, 1935, pág. 58.

(118) La falta de datos referentes al balance de pagos de 1938 no permite hacer un análisis más detenido de sus rubros.

La incidencia de este hecho en los demás rubros bancarios es harto conocida. Los depósitos, tanto los de cuenta corriente como en su conjunto, acusan un descenso con respecto a los guarismos del año anterior. Asimismo, las existencias bancarias denotan, a causa de la transferencia de fondos al exterior, una declinación apreciable, con el consecuente debilitamiento del encaje: de 17,8 % en diciembre de 1937, baja a 16,6 % en igual mes de 1938.

Los préstamos, en cambio, marcan un ascenso con respecto al año anterior. De m\$.n. 2640,1 millones a fines de 1937 suben a m\$.n. 2853,0 millones en la misma fecha del año 1938. Experimentan, pues, un repunte de m\$.n. 212,9 millones. La expansión del crédito, cuya tendencia señalamos ya con anterioridad, se acentúa con intensidad aún mayor en 1938.

Procede anotar que la evolución de los rubros bancarios en este año revela claramente el efecto combinado del balance de pagos desfavorable y de la dilatación del crédito. No obstante el aumento de m\$.n. 212,9 millones en los préstamos, los depósitos registran una reducción de m\$.n. 90,2 millones. Es que a consecuencia del déficit de las cuentas internacionales, los depositantes proceden a retirar esa cantidad para contribuir al traspaso neto de fondos al exterior.

Ahora bien, según se ha dicho, el balance de pagos de 1938 cierra con un déficit de m\$.n. 582 millones. ¿En qué forma, pues, ha repercutido ese considerable desplazamiento de fondos en la situación bancaria y monetaria del país?

Conforme se desprende del cuadro 14, los efectivos bancarios, que son los primeros en ser afectados por ese aflujo y reflujo de dinero, experimentan tan sólo una reducción de m\$.n. 58,8 millones. Los recursos de las instituciones de crédito, si bien sufren cierto desmedro, se hallan a un nivel bastante apreciable. El conjunto de bancos sigue teniendo un exceso considerable de efectivo con relación al mínimo legal.

La estructura bancaria no ha sido afectada, pues, por el déficit en las cuentas internacionales que origina transferencias de fondos al exterior. Vincúlase este hecho a la política practicada por el Banco Central en período de bonanza.

En ese entonces, es decir, en la fase ascendente, el Instituto emisor, a fin de poder moderar la amplitud de las fluctuaciones cíclicas, procedió a formar reservas que lanzó al mercado en 1938, cuando sobrevino el receso.

Los fondos retirados en el lapso 1935/37 mediante la política de absorción, fueron devueltos a los bancos en 1938, que los emplean para efectuar las transferencias al exterior. Confróntense los guarismos que arrojan en el cuadro 14 los saldos del balance de cuentas con las cifras que figuran en el cuadro 15. Los recursos retirados del mercado, previsiblemente absorbidos mediante los certificados, utilízanse ahora para hacer frente al déficit.

La reducción de las disponibilidades que ocasiona este hecho, incide también en que el año 1938 registre una absorción de fondos mucho menor.

Son de imaginarse los efectos que hubiesen originado esos recursos, de permitir su ingreso al mercado en la fase ascendente para salir después en el período de la declinación.

Con las reservas acumuladas en la primera fase, el organismo hace frente a la situación cuando se inicia la inversión de nuestras cuentas internacionales.

6. — Los medios de pago y las tendencias del mercado.

En el examen que antecede nos hemos ocupado de la evolución de la plaza desde la iniciación del Banco hasta los fines de 1938. Vimos en especial los efectos del balance de pagos sobre algunos rubros bancarios, los problemas planteados por los fondos flotantes y la política de absorción practicada por el organismo regulador.

De ese análisis ha sido excluída la marcha observada en los medios de pago, que es lo que nos proponemos estudiar ahora.

La política de absorción constituye sólo un medio de acción puesto en movimiento en un período de plétora de disponibilidades. Por más importante que fuese ese resorte, aplicable durante la fase ascendente del ciclo, no basta por sí solo para emitir un juicio sobre la actuación del Banco Central. Necesario es relacionar ese aspecto con otros, de los que interesa en primer término la evolución experimentada por los medios de pago, ya que su regulación forma uno de los objetivos primordiales del organismo.

Conforme se desprende del cuadro 17, procede distinguir dos etapas en la marcha de los medios de pago.

La primera, que señala aumentos persistentes, se interrumpe en 1938, año al que corresponde la segunda, que registra una declinación en los guarismos respecto a 1937.

Analizando los rubros que integran los medios de pago, se ve que el descenso ocurrido en 1938 afecta tan sólo a los depósitos en cuenta corriente. La moneda en poder del público casi no experimenta variaciones.

Cabe preguntar ahora: ¿ha reflejado ese poder adquisitivo las tendencias, observadas en el mercado? ¿Respondió la cantidad de los medios a las necesidades reales de la plaza?

CUADRO N° 17

MEDIOS DE PAGO A DISPOSICION DE LA PLAZA Y EL VOLUMEN DE CHEQUES COMPENSADOS

(En millones de m\$n.)

Fin de:	MEDIOS DE PAGO EN LA PLAZA			Volumen de los cheques compensados (*)
	Moneda en el público	Depósitos bancarios en ctas. ctes.	Total de medios	
Dic'bre 1934.	760,4	1.111,1	1.871,5	32.776
„ 1935.	820,3	1.065,0	1.885,3	32.094
„ 1936.	913,8	1.288,5	2.202,3	40.627
„ 1937.	989,9	1.401,9	2.391,8	48.676
„ 1938.	984,8	1.312,3	2.297,1	44.397
% aumento 1938-934 ..	29,5	18,1	22,7	35,5

Fuente: *Suplemento Estadístico de la Revista Económica.*

(*) Abarcan los guarismos globales del año.

En lo que se refiere a la fase ascendente del ciclo, las necesidades derivadas de un mayor volumen de transacciones, parecen encontrar su satisfacción adecuada. Ya vimos que en ese lapso los medios de pago acusan aumentos.

En cuanto a la fase que se inicia a fines de 1937, el examen requiere una confrontación de las cifras respectivas con los guarismos que arrojan fenómenos afines.

Para muchos, el índice más representativo de la actividad económica está dado por el volumen de los cheques compensados. Si bien se trata de un dato ilustrativo, el espíritu crítico que debe caracterizar toda investigación no puede aceptarlo a título exclusivo. Bastaría recordar que un mayor monto de compensaciones no siempre se origina en un más elevado volumen real de los negocios, sino que muchas veces resulta de una expansión de crédito.

De ahí que conviene relacionar la marcha de los medios de pago con la doble tendencia que acusan el monto de los cheques, por un lado, y el balance de cuentas internacionales, por el otro.

Al confrontar en el cuadro 17 las columnas respectivas, se observa que tanto el conjunto de los medios de pago como el volumen de los cheques compensados, señalan aumentos en relación a 1934.

Expresado en %, ese incremento es para 1938 de 35,5 por ciento para el monto de los cheques, y de 22,7 % para los recursos a disposición de la plaza. Vale decir, estos últimos crecen con menor intensidad que aquéllos, y de ahí que no parecería existir una inflación de los guarismos correspondientes al poder de compra de la colectividad.

Pasando ahora al cuadro 18, es de observar que, pese al fuerte déficit en el balance de pagos registrado en 1938, la cantidad de los medios en el mercado se reduce sólo en m\$. 94,7 millones.

Al relacionar este hecho con la dilatación de préstamos que surge del cuadro 14, resulta que el receso cíclico registrado en el poder adquisitivo, ha sido menos intenso al que hubiese correspondido a consecuencia del egreso de divisas. La expansión de crédito contribuye así a mantener los medios de pago en un nivel relativamente alto, si se tiene en cuenta la fuerte contracción de las exportaciones.

“El aumento registrado en los préstamos bancarios durante los últimos meses de 1937, ha interrumpido el efecto restrictivo que venía ejerciendo el déficit de las cuentas internacionales sobre los medios de pago a disposición de la plaza ⁽¹¹⁹⁾. Y lo señalado respecto al fin de ese año, acentúase en el transcurso de 1938.

(119) *Revista Económica*, Buenos Aires, 1938, vol. I, No 3, página 107.

CUADRO N° 18

MEDIOS DE PAGO A DISPOSICION DE LA PLAZA Y LOS
SALDOS NETOS DEL BALANCE DE PAGOS

(En millones de m\$n.)

Fin de:	MEDIOS DE PAGO EN LA PLAZA			Saldos del balance de los rubros ctes.
	Moneda en el público	Depósitos bancarios en ctas. ctes.	Total de medios	
1934	760,4	1.111,1	1.871,5	+ 123
1935	820,3	1.065,0	1.885,3	+ 164
1936	913,8	1.288,5	2.202,3	+ 427
1937	989,9	1.401,9	2.391,8	+ 407
1938	984,8	1.312,3	2.297,1	— 582 (*)
Diferencia:				
1938-1937 .	— 5,1	— 89,6	— 94,7	

Fuente: *Suplemento Estadístico de la Revista Económica*, 1938, vol. I, N° 3, pág. 100.

(*) Guarismo mencionado en la *Memoria del Banco Central de la República Argentina*, correspondiente al año 1938, pág. 1.

7. — La expansión del crédito y el déficit fiscal.

La evolución de las curvas bancarias a partir del último trimestre de 1937, nos hace recordar las tendencias que se manifiestan en las mismas a fines de 1928.

Tanto en aquel entonces como en el lapso noviembre 1937-diciembre 1938, el déficit de las cuentas internacionales no incide en la cantidad de los medios de pago. Es que la dilatación crediticia procede a reponer el poder de compra que el balance desfavorable debería naturalmente reducir.

Al señalar la expansión de préstamos como factor de mantenimiento de los medios de pago, no es posible dejar de mencionar la influencia ejercida por el déficit fiscal que se perfila en el año 1938.

Conocida es la incidencia del desequilibrio del presupuesto en la evolución bancaria.

La falta de recursos para cubrir una parte de erogaciones, origina una serie de trastornos en las transacciones comerciales, que obligan a recurrir al crédito bancario para suplir los fondos requeridos. Al no pagar el Estado a sus empleados o a los proveedores, éstos tampoco pueden hacer frente a sus compromisos con el minorista, mayorista o fabricante, lo que hace necesario acudir a los bancos en busca de adelantos o descuentos. Se crea así mediante el aumento de préstamos un poder adquisitivo artificial, que, por los efectos que engendra, se convierte casi siempre en una amenaza para todo el sistema monetario.

Tan importante es ese aspecto que Sir Otto Niemeyer estima conveniente recalcar en sus recomendaciones que “el mantenimiento del equilibrio entre los recursos y gastos del presupuesto es esencial en todo ensayo de asegurar la estabilidad monetaria”, que es, como se ha visto, el propósito fundamental del organismo regulador.

Ahora bien, la declinación cíclica origina una reducción en las recaudaciones que, al combinarse con los aumentos de gastos introducidos en el presupuesto ajustado para 1938, arroja un déficit de m\$.n. 77 millones para ese año.

Dicho guarismo lo menciona el Ministro de Hacienda, Dr. Pedro Groppo, cuando al intervenir en el debate de la Cámara acerca del presupuesto para 1939, señala que “con toda seguridad el déficit del ejercicio, tomando la autorización de gastos con la posible recaudación, llegará a una suma próxima a los 77 millones de pesos” (120).

Es este déficit el que contribuye en parte a mantener los medios de pago a un nivel relativamente alto, pese al receso cíclico señalado anteriormente.

(120) Discurso del Ministro de Hacienda, Dr. Pedro Groppo, en *Diario de Sesiones de la Cámara de Diputados*, año 1938, tomo vi, pág. 641.

8. — Circulación monetaria y la evolución de la reserva.

Veamos ahora brevemente las tendencias que se manifiestan en el volumen de la emisión monetaria.

Según se desprende del cuadro 19, el circulante experimenta aumentos continuos hasta 1938, año en el cual registra cierta declinación.

CUADRO N° 19

VOLUMEN DE LA EMISION MONETARIA Y SU DISTRIBUCION ENTRE EL PUBLICO Y LOS BANCOS

(En millones de m\$.n.)

Fin de:	E M I S I O N			DISTRIBUCION	
	Billetes del B. C. R. A.	Moneda subsidiaria (**)	Total	En el público	En los bancos
Mayo 1935 *	966,8	200,8	1.167,6	775,4	392,2
Dic'bre 1935.	981,8	196,1	1.177,9	820,3	357,6
„ 1936.	1.093,9	207,6	1.301,5	913,8	387,7
„ 1937.	1.114,8	209,3	1.359,1	989,9	369,2
„ 1938.	1.118,0	209,6	1.327,6	984,8	342,8
Diferencias:					
1938-937 ..	— 31,8	+ 0,3	— 31,5	— 5,1	— 26,4
1937-936 ..	+ 55,9	+ 1,7	+ 57,6	+ 76,1	— 18,5

Fuentes: *Suplemento Estadístico de la Revista Económica y Memorias del Banco Central.*

(*) Saldo de cierre en la fecha de iniciación de las operaciones del Banco Central.

(**) Excluida la moneda subsidiaria radicada en las áreas del Banco Central, fuera de circulación.

Así, la moneda emitida arroja para 1937 un incremento de m\$.n. 57,6 millones con respecto al año anterior. En cambio, 1938 cierra con una reducción de m\$.n. 31,5 millones con relación al período precedente.

Interesa consignar que las variaciones señaladas en el volumen de la circulación no acusan la misma tendencia en los dos grandes grupos en que se distribuye la moneda.

Mientras el circulante en poder de los bancos registra a partir de 1936 retrocesos persistentes, la moneda en manos del público señala incrementos considerables para los años 1936 y 1937, y apenas una leve reducción para 1938.

Cotejando los guarismos de este año con los de fines de 1935, resulta que los bancos poseen al terminar 1938, una menor cantidad de efectivo que en aquel período, en tanto que el público dispone de m\$.n. 164,5 millones más entre ambas fechas.

Procede, empero, relacionar esa evolución con la que acusan las demás curvas ya estudiadas, entre ellas, la del movimiento de los negocios.

Corresponde ahora determinar en qué grado las alteraciones operadas en el mercado monetario, han repercutido en las obligaciones y la reserva del organismo regulador.

En el conjunto de exigibilidades a la vista cabe distinguir dos rubros: el de los billetes y el de las otras obligaciones.

Mientras estas últimas señalan descensos pronunciados, los billetes registran aumentos continuos hasta 1938, período en que, concordante con la marcha de las demás curvas, experimentan una reducción de m\$.n. 31,8 millones con respecto al año anterior.

Con todo, según puede verse en el cuadro 20, la cantidad de billetes en circulación supera en mucho a la que hubo a fines de 1935.

Los descensos señalados en el rubro "otras obligaciones" quedan reflejados en la evolución de las exigibilidades totales a la vista. De m\$.n. 1.689,9 millones con que figuran al cierre de 1935 bajan a m\$.n. 1.550 millones al clausurar 1938.

En cuanto a la reserva, el conjunto de las tenencias acusa la cifra máxima a fines de 1936. Igual guarismo es de registrar también para ambos coeficientes de la garantía: el

respaldo de los billetes alcanza 139,7 %, y el de las obligaciones globales, 92,8 %.

Relaciónese este hecho con las tendencias propias de la fase cíclica en ascenso.

La declinación que se inicia a fines de 1937, no deja de repercutir sobre las reservas. Estas comienzan por descender, acentuándose ese proceso durante 1938, año que arroja la menor cobertura desde fines de 1935.

CUADRO N° 20

GARANTIA DE LOS BILLETES Y DEMAS OBLIGACIONES A LA VISTA DEL BANCO CENTRAL

(En millones de m\$.n.)

Fin de Dic'bre:	OBLIGACIONES A LA VISTA			Total de oro y divisas(*)	% de Garantía s/:	
	Billetes	Otras obligac.	Total		Billetes	Conjunto de oblig.
1935 . .	981,8	708,1	1.689,9	1.353,7	137,9	80,1
1936 . .	1.093,9	552,2	1.646,1	1.527,7	139,7	92,8
1937 . . .	1.149,8	486,8	1.636,6	1.421,7	123,7	86,9
1938 . .	1.118,0	432,0	1.550,0	1.295,8	115,9	83,6

Fuente: *Memoria del Banco Central*, correspondiente al IV ejercicio. Buenos Aires, 1939, pág. 59.

(*) Oro en el país más oro y divisas en el exterior, excluidas las tenencias del Fondo de Divisas.

Con todo, el porcentaje de garantía acusa guarismos considerablemente más elevados que el encaje mínimo legalmente exigido. Véase el cuadro 20.

9. — Consideraciones finales.

En el curso de nuestra exposición hemos tratado de dilucidar diversas cuestiones relacionadas con la organización y el funcionamiento del nuevo mecanismo monetario.

Los años que transcurren desde la implantación del Banco Central, ofrecen algunos elementos de juicio que permiten apreciar la acción desarrollada por el mismo en la fase ascendente del ciclo económico actual.

En ese período, el Instituto logra, con su política de absorción de fondos, evitar una desmesurada expansión de crédito de efectos peligrosos para la economía del país.

Parecería así cumplir en ese lapso con su finalidad consistente en moderar las consecuencias de los grandes saldos favorables.

En cuanto a la fase que se inicia a fines de 1937, no es posible emitir aún juicio definitivo al respecto. Este período, agravado por la incertidumbre política que reina actualmente en el mundo, continúa todavía. La experiencia que se recoja en esta fase, servirá, sin duda, para formular sugerencias que se sabrá aprovechar para el futuro.

El déficit fiscal que se insinúa en este lapso, constituye una amenaza para la estructura bancaria del país, y de ahí la conveniencia de conjurarlo mediante el pronto equilibrio de las finanzas públicas.

Referente a los resortes con que cuenta el organismo regulador, procede anotar:

a) Consultan las necesidades del país los plazos establecidos para las operaciones de redescuento. Si bien su aplicación no se ha hecho necesaria hasta ahora, puesto que las instituciones de crédito se desenvolvían con relativa holgura, es de creer que no se llegará a los extremos observados en algunos países, según se ha podido comprobar en el capítulo anterior;

b) La práctica de las operaciones de mercado abierto ha sugerido la conveniencia de extender la colocación de los valores al público. La absorción de fondos realizada mediante Certificados, aportó una experiencia, que el Banco Central recoge, recomendando la formación de un mercado

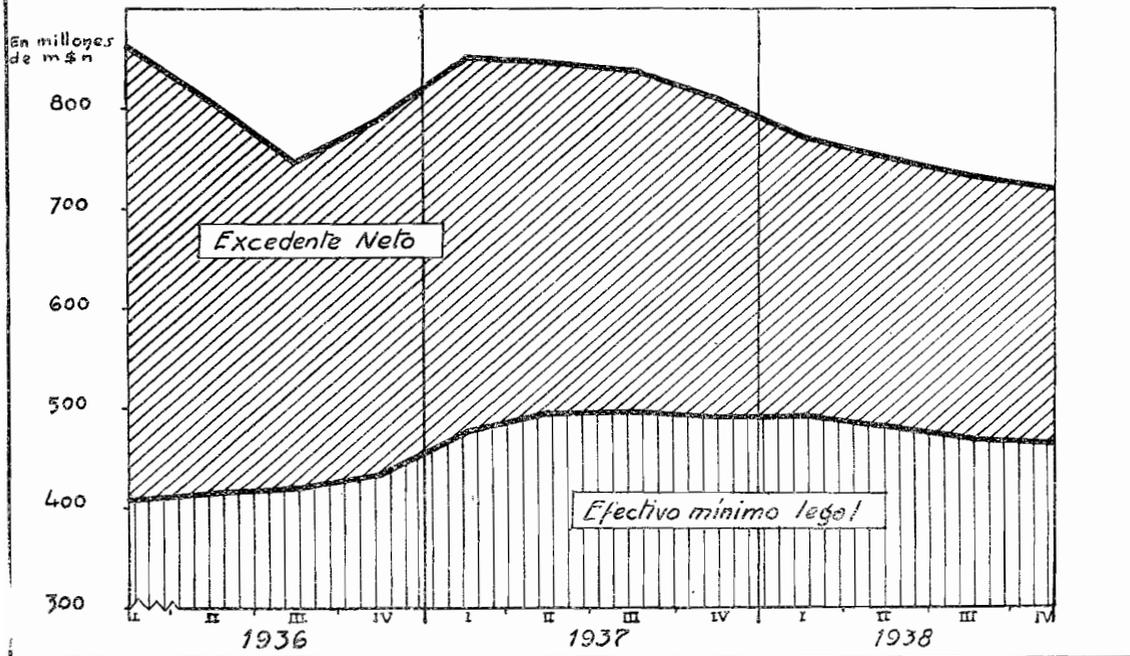
de papeles a corto plazo. Con ello, se logrará que esas operaciones se tornen un instrumento de regulación más eficaz;

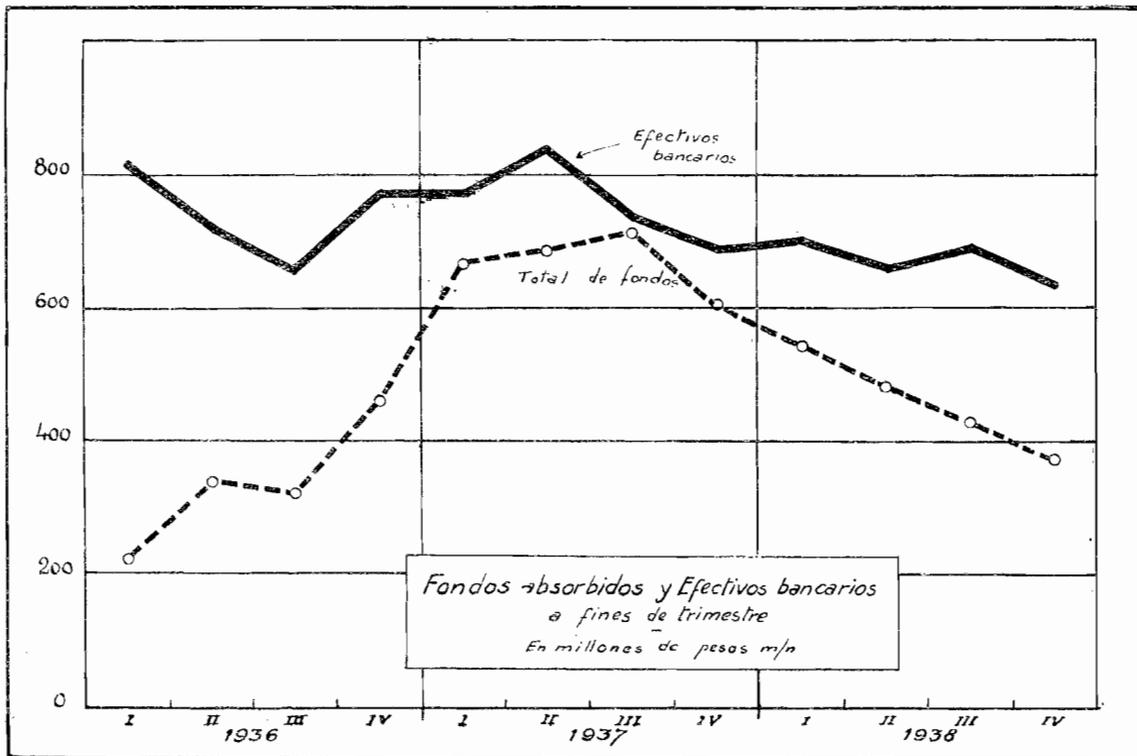
c) En cuanto al régimen de los efectivos mínimos adoptado por nuestra ley, según el cual los bancos deben mantener guarismos fijos entre las existencias y las obligaciones, procede encarar la conveniencia de modificar el sistema rígido por el de encajes más elásticos. Conforme se ha visto en la parte pertinente, existe ya al respecto una experiencia interesante en ciertos países. La abundancia de disponibilidades en un momento determinado puede aconsejar, con objeto de regular el crédito, un aumento en los encajes exigibles. Cabe recordar que en nuestro propio país el Banco Central se ha visto inducido a resolver a mediados de 1936 y ante el gran aflujo de fondos, que no podrían participar en las licitaciones de Certificados los bancos que no mantuviesen un efectivo por lo menos del 25 % de sus obligaciones a la vista y el 12,5 % de sus obligaciones a plazo. Estas proporciones exceden en mucho los encajes mínimos legales que, como se sabe, son de 16 % y 8 %, respectivamente.

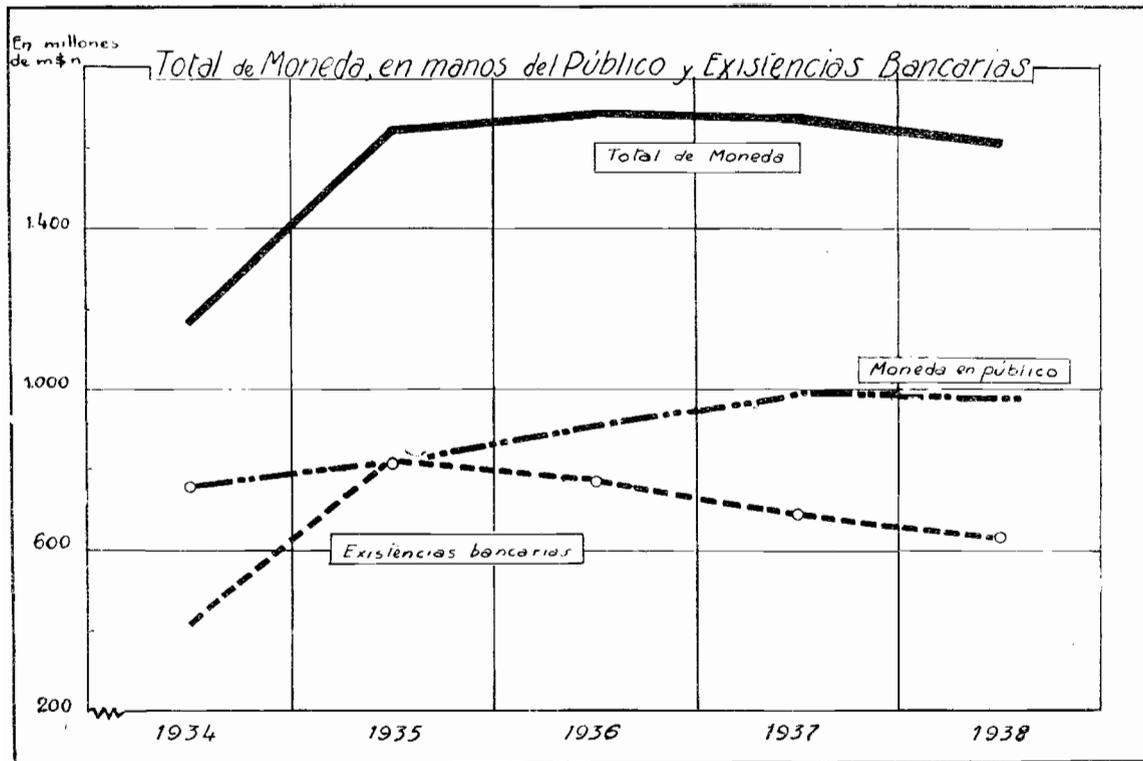
Buenos Aires, octubre de 1939.

Gráficos

Existencias bancarias y su excedente sobre el Efectivo mínimo legal,
Promedio trimestral de saldos diarios







Apéndice



BREVE RESEÑA DE LA SITUACION BANCARIA EN 1939 (*)

La evolución de los principales rubros monetarios y bancarios en 1939, denota los efectos de la situación registrada en el campo económico.

Los primeros ocho meses, o sea, el período transecurrido hasta el estallido de la guerra, acusan tendencias propias del descenso cíclico observado ya en el año anterior. El balance de pagos arroja para ese lapso, un déficit. Mientras la exportación sigue siendo reducida, la importación se mantiene aún relativamente alta. El mes de agosto cierra con un saldo comercial desfavorable.

Situación similar no deja de repercutir en el mercado monetario. La necesidad de afrontar el déficit en las cuentas internacionales, obliga al Banco Central a echar mano de los recursos previsoriamente formados. Y de ahí que tiendan a agotarse las reservas de oro y divisas acumuladas por el Fondo de Divisas. Ello queda comprobado a través de las cifras semanales, que, de sus principales rubros, publica la última Memoria del Banco Central. ⁽¹²¹⁾

El cuadro cambia en los últimos cuatro meses. Si bien las importaciones continúan manteniéndose a un alto nivel, la guerra, al originar la negociación anticipada de una gran parte de nuestras exportaciones, produce un vuelco en el mercado de cambios. Bien pronto se registra un saldo positivo en el balance de pagos, lo que permite resarcirse al Fondo de Divisas del drenaje que había experimentado. Es así que el renglón denominado “Ampliación del Fondo de Divisas”;

(121) Cfr., *Memoria del Banco Central de la República Argentina*, correspondiente a 1939, págs. 54/55.

(*) Redactada en agosto de 1940.

acusa un repunte de m\$.n. 100 millones, que lo hace acercar al monto de fines de 1937.

Al estallar la guerra, cupo al Banco Central poner en acción los resortes de que había sido dotado para regular el mercado. Era dable esperar que algunas instituciones de crédito se vieran en dificultades ante los extraordinarios retiros de depósitos que pudieran ocurrir. Conocida es la repercusión psicológica de este hecho, que, de no tomar las medidas a tiempo, puede originar una verdadera corrida.

En previsión de esta emergencia, el Banco resolvió aplicar el mecanismo del redescuento, que aún no había tenido oportunidad para funcionar desde la reforma monetaria de 1935. La decisión del organismo regulador no tardó en llevar la seguridad a aquellos sectores bancarios que se sentían más amenazados. Y, sin embargo, sólo ha sido necesario redescantar documentos por la suma de cinco millones, los que fueron cancelados dentro del mismo mes, pues bien pronto restablecióse la tranquilidad en el mercado.

Veamos ahora la marcha de los principales rubros bancarios en 1939.

Con arreglo a los datos que publica el *Suplemento Estadístico* de la *Revista Económica*, los efectivos del conjunto de bancos alcanzan, a fines del año, a la cantidad de m\$.n. 785,7 millones. Comparado este guarismo con el que arroja el cierre de 1938 (m\$.n. 630,9 millones), resulta que las existencias experimentaron en 1939 un incremento de m\$.n. 154,8 millones. El sensible aumento de los efectivos que ocurre en el segundo semestre del año, incide también en el encaje. Pese al aumento de los depósitos, el encaje bancario sube de 16,6 % para fines de 1938 a 20,1 % al clausurar 1939.

En cuanto a los depósitos bancarios, corresponde señalar asimismo ascensos apreciables en relación al año precedente. De m\$.n. 3.790,5 millones a fines de 1938, pasan a m\$.n. 3.912,6 millones para igual fecha del período que examinamos. Pero respecto a este rubro, interesa distinguir la marcha de sus diferentes componentes. Así, mientras los depósitos en "cuenta corriente" revelan un gran aumento, —ya que de

m\$. 1.312,3 millones pasan a m\$. 1.481,6 millones—, los de “caja de ahorro” y “plazo fijo”, señalan, en cambio, francos retrocesos. En especial, los depósitos a “plazo fijo” registran descensos continuos a partir de 1935, lo que constituye un contraste evidente con la evolución experimentada por los depósitos en “cuenta corriente”. Estos últimos alcanzan a fines de 1939 una cifra aún no superada desde la creación del Banco Central.

Tendencia análoga hacia el ascenso denotan también los préstamos e inversiones. En efecto, de m\$. 2.853,0 millones a fines de 1938, pasan a m\$. 3.047,5 millones al cerrar 1939. Los préstamos experimentan, pues, un aumento de m\$. 194,5 millones en el lapso de un año. Esta dilatación de crédito parece contrastar con la recomendación del Banco Central, cuando en su Memoria de 1937 aconseja “aprovechar la experiencia pasada y seguir una prudente política de crédito”.

Si se relacionara la curva de los préstamos con la del volumen de cheques compensados, veríase que en 1939 se registra un monto menor de transacciones en relación al de 1937; y, sin embargo, tanto los medios de pago como el volumen de crédito, exceden en mucho en 1939 a los guarismos similares de 1937. Analizando los “medios a disposición de la plaza”, se ve que precisamente el origen de su crecimiento radica en la expansión de los depósitos en “cuenta corriente”, resultante, a su vez, de la política general de crédito.

Nos falta ver aún la marcha de las operaciones de mercado abierto. La colocación de los Certificados de Participación en Bonos Consolidados, así como de los de Custodia, continúa declinando en 1939.

Cabe vincular ese descenso con la tendencia que señalan las existencias de oro y divisas. El déficit en nuestro balance de pagos, con su consecuente menor oferta de cambio, origina una cantidad más reducida de fondos disponibles, que son los que se invierten en valores de ese género. La reacción registrada en los últimos cuatro meses, no tarda en repercutir también en ese rubro, observándose una suba en el monto de los Certificados en circulación.

El año 1939 señala incrementos para las “obligaciones a la vista”. Tanto los billetes a cargo del Banco Central como sus “otras exigibilidades” marcan guarismos máximos desde diciembre de 1935. En cuanto a la reserva monetaria, si bien sobrepasa la existente a fines de 1938, es inferior, en cambio, a la de los años 1936 y 1937. De los dos renglones que componen las obligaciones a la vista, el de las “otras exigibilidades” experimenta en 1939 un fuerte incremento. De ahí que el % de la garantía, constituida por oro y divisas, acuse un coeficiente mínimo registrado desde fines de 1935.

Nos queremos referir, por último, a un aspecto del nuevo régimen monetario, que recientemente pudo probar la previsión de la ley argentina.

Recuérdese que el Art. 40 dispone que el Banco Central no podrá tener divisas o cambio extranjero por más del 20 % de las reservas; ni podrá computarlas por más del 10 %.

El texto del artículo apartóse de las recomendaciones originarias, y su redacción muestra la preocupación de poner a cubierto nuestras reservas de los riesgos derivados de la desvalorización que puedan experimentar las monedas extranjeras.

De ahí que la depreciación reciente de la libra —insignia en que se realiza la mayor parte de nuestras transacciones—, no afectó las reservas del Banco Central, que se mantienen en oro. Y mientras las reservas monetarias argentinas están en esta forma protegidas contra cualquier quebranto de otras insignias, llama la atención que la última reforma belga, sancionada en agosto de 1939, en momentos de evidente tensión internacional, no haya adoptado providencias tan estrictas. Pues, el Art. 7º del Decreto-Real, al disponer que el Banco debe mantener una reserva respecto de sus obligaciones a la vista, exige tan sólo que el 30 % de esta reserva sea en oro, pudiendo el resto consistir en “divisas extranjeras convertibles en oro”.⁽¹²²⁾

(122) Ver: “Decreto-Real de 24/VIII/939, relativo a la organización, actividad y poderes del Banco Nacional de Bélgica”, en *Boletín del Banco Central de Bolivia*, Octubre-Diciembre 1939, págs. XVI-XXII.

Bibliografía



BIBLIOGRAFIA

I. — OBRAS Y FOLLETOS

- BAIOCCO, PEDRO J. — Acotaciones al proyecto del P. E. sobre Empréstito Patriótico de 500 millones. Buenos Aires, 1932.
- BAIOCCO, PEDRO J. — Crédito, bancos y operaciones bancarias. Buenos Aires, 1931.
- BHATTER, SHEOKISSEN y NEMENYI, L. — The Reserve Bank of India and its functions. Calcutta, 1933.
- BROIDE, JULIO. — La política económica monetaria del presidente Roosevelt. Buenos Aires, 1934.
- GONDRA, LUIS ROQUE. — Teorías antiguas y recientes sobre la moneda, el crédito y los ciclos económicos. Córdoba, 1935.
- HUEYO, ALBERTO. — La Argentina en la depresión mundial, 1932-1933, Buenos Aires, 1938.
- KEMMERER, EDWIN W. — The A. B. C. of the Federal Reserve System. Princeton, 1920 (IV ed.).
- KEMMERER, E. W. y otros. — Discursos y reportajes sobre: Funcionamiento de nuestra legislación bancaria y monetaria. Santiago de Chile, 1927.
- KISH, CECIL A. y ELKIN, W. A. — Central Banks. Londres, 1932.
- KOCK, M. H. DE. — Central Banking. Londres, 1939.
- KOCK, M. H. DE. — The functions and operations of Central Banks. Harvard.
- LASO, LUIS EDUARDO. — La nueva ley orgánica del Banco Central del Ecuador. Quito, 1938.
- MURATTI, NATALIO. — Algunas nociones sobre los bancos centrales. Rosario, 1935.
- SHAW, WM. A. — The theory and principles of Central Banking. Londres, 1930.
- SOMARY, FELIX. — Política bancaria. Madrid, 1936.
- SPHAR, WALTER E. — The Federal Reserve System and the control of credit. Nueva York, 1931.
- SUBERCASEAUX, GUILLERMO. — Seis años de política monetaria (1933-1938). Santiago de Chile, 1938.
- VAN DEUSEN, W. M. — Banco Central de Chile. Sus funciones. Santiago de Chile, 1927.
- WAGEMANN, ERNST. — Wirtschaftspolitische Strategie. Hamburgo, 1937.

- WHITE, HORACE. — Money and Banking. Boston, 1936.
- WILLIAMS, JOHN A. — El comercio internacional argentino en un régimen de papel moneda inconvertible, 1880-1890. Buenos Aires, 1922.
- “Los precios y las oscilaciones del área sembrada en la Argentina”, por el Instituto de Investigaciones de la Facultad de Ciencias Económicas, Comerciales y Políticas. Rosario, 1938.

II. — ARTICULOS DE REVISTAS

- ANDERSON, BENJAMÍN. — Oro, premios y fondos de estabilización. *Revista de la Cámara Argentina de Comercio*, Buenos Aires, junio 1938, pág. 11.
- BAIOCCO, PEDRO J. — Algunos problemas actuales de nuestra política bancaria y monetaria. *Revista de Ciencias Económicas*, Buenos Aires, 1931, pág. 387.
- BAIOCCO, PEDRO J. — Algunos comentarios al informe del sir Otto Niemeyer, sobre nuestro régimen bancario y monetario. *Revista de Ciencias Económicas*, Buenos Aires, mayo 1933, pág. 289.
- BAIOCCO, PEDRO J. — Acotaciones al proyecto del Poder Ejecutivo sobre Banco Central de la República Argentina. *Revista de Ciencias Económicas*, Buenos Aires, marzo 1935, pág. 287.
- KEANE, J. P. — Money market control by the Central Institution. *The Bankers' Insurance Managers' and Agents' Magazine*, Londres, mayo 1938, pág. 758.
- KEMMERER, EDWIN WALTER. — El patrón oro a la luz de los acontecimientos posteriores de la guerra. *Boletín de la Unión Panamericana*, Washington, agosto 1929, pág. 803.
- LASO, LUIS E. — Las operaciones de crédito que el Banco Central puede y debe realizar. *Boletín Mensual del Banco Central del Ecuador*, Quito, marzo-abril 1938, pág. 12.
- MAX, HERMANN. — Diez años de historia monetaria de Chile. *Boletín Mensual del Banco Central de Chile*, Santiago de Chile, diciembre 1935 (Anexo).
- MURATTI, NATALIO. — El sistema de los bancos centrales y el informe de sir Otto Niemeyer. *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas, Comerciales y Políticas*, Rosario, 1933, pág. 209.
- NIMO, ALEJANDRO A. — ¿Puede el patrón oro continuar sirviendo de base a los sistemas monetarios? *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas, Comerciales y Políticas*, Rosario, enero-agosto 1937, pág. 55.

- PREBISCH, RAÚL. — Anotaciones sobre nuestro medio circulante. *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas*, Buenos Aires, 1921-22, serie II, Nos. 3, 4, 6-7, 10-11.
- RANDERSON, H. R. — The Reserve Bank of New Zealand. A "Nationalized" Central Bank. *The Bankers' Insurance Managers' and Agents' Magazine*, abril 1939, pág. 583.
- SIMMONS, EDWARD C. — Borrowing in the market by the Federal Reserve Banks: an appraisal of a possible control device. *The American Economic Review*, Menasha-Vis., junio 1938, pág. 235.
- UPHAM, CYRIL B. — La nueva política bancaria americana. *Boletín del Banco Central de Reserva del Perú*, Lima, agosto 1934, pág. 392.
- USHER PAYSON, ARBOT. — El desarrollo de los bancos de depósito. *El Trimestre Económico*, México, enero-marzo 1939, pág. 511.
- La libra esterlina y el oro. *Finanzas y Contabilidad*, México, mayo 1939, pág. 108.
- La nueva ley de bancos de Reserva Federal de EE. UU. *Boletín del Banco Central de Reserva del Perú*, noviembre 1935, página 231.
- La restauration financière de l'Argentine. *Revue Politique et Parlementaire*, París, abril 1938, pág. 78.
- Las funciones reguladoras del Banco Central. *Revista de Economía Argentina*, Buenos Aires, mayo 1937, pág. 125.
- The history of reserve requirements for Banks in the United States. *Federal Reserve Bulletin*, Wáshington, noviembre 1938, pág. 953.

III. — CURSOS Y CONFERENCIAS

- BAIOCCO, PEDRO J. — Los principios fundamentales que rigen la organización y el funcionamiento de los denominados "Bancos Centrales" o Bancos de emisión y redescuentos (Clases dictadas en la Facultad de Ciencias Económicas en 1932).
- MAX, GERMÁN. — El sistema monetario de Chile y las condiciones de su funcionamiento (Conferencia pronunciada en la Academia de Guerra de Chile, el 2 de octubre de 1935).
- MULLER, OSCAR. — Problemas que suscita la creación del Banco Central en la Argentina (Curso dictado en el Colegio Libre de Estudios Superiores en 1936).
- PINEDO, FEDERICO. — Nuestro problema monetario. (Curso dictado en el Colegio Libre de Estudios Superiores en 1931).
- PREBISCH, RAÚL. — Apuntes de Economía. (Clases dictadas en la Facultad de Ciencias Económicas en 1934).

IV.— INFORMES Y ESTUDIOS ESPECIALES

- GÓMEZ MORIN, M. — Informe elevado al Ministro de Hacienda del Ecuador sobre la reforma bancaria y monetaria de 1937, en *Boletín Mensual del Banco Central del Ecuador*, Quito, diciembre 1937, pág. 10.
- MAX, HERMANN. — Plan de reorganización bancaria y monetaria de Costa Rica, en *Boletín Mensual del Banco Central de Chile*, Santiago de Chile, septiembre 1936 (Anexo).
- MARTÍNEZ, JOSÉ HERIBERTO. — Los proyectos financieros ante la Honorable Cámara de Diputados (Informe del Presidente de la Comisión de Presupuesto y Hacienda), Buenos Aires, 1935.
- Comisión Financiera del Ecuador: Exposición de motivos para la ley del Banco Central, en *Boletín Mensual del Banco Central del Ecuador*, Quito, diciembre 1937, pág. 28.
- Facultad de Ciencias Económicas, Comerciales y Políticas: El sistema de los bancos centrales; tomo X de *Trabajos de Seminario*, Rosario, 1936.
- Informe de la Comisión MACMILLAN (Committee on Finance & Industry), presentado al Gobierno de Gran Bretaña en 1931. Traducción aparecida en *Boletín del Banco Central de Reserva del Perú*. Lima, mayo 1932.
- Informe de sir OTTO NIEMEXER, presentado al Gobierno argentino en 1933, en *Revista Económica*, Buenos Aires, 1934, Nos. 5/8, pág. 131.
- Misión de Consejeros Financieros presidida por E. W. KEMMERER: Legislación bancaria y monetaria de Chile. Santiago de Chile, 1926.
- Misión de Consejeros Financieros presidida por E. W. KEMMERER: Proyecto de ley para la creación del Banco Central de Reserva del Perú junto con su Exposición de motivos. Lima, 1931.
- Monetary Committee of New Zealand: Report of the Monetary Committee, 1934. Wellington, 1934.
- “Presente y futuro de la Caja de Conversión”. Informe sobre el tema II presentado a la IV Conferencia Económica Nacional Extraordinaria (24-29/VIII/1931). Buenos Aires, 1931.
- “Reforma al régimen bancario sobre la base de la creación de un Banco Central o transformación del Banco de la Nación”. Informe sobre el tema III presentado a la misma Conferencia. Buenos Aires, 1931.

- Report of the Royal Commission on Banking and Currency in Canada. Ottawa, 1933.
- Sociedad de las Naciones: Monnais et Banques, 1936/37. Ginebra, 1937.
- Sociedad de las Naciones: Rapport de la Délégation de l'Or du Comité financier. Ginebra, 1932.

V. — PUBLICACIONES OFICIALES Y PERIODICAS

- Banco Central de la República Argentina: Memorias correspondientes a los años 1935/1938.*
- Banco Central de Chile: Memorias correspondientes a los años 1928/938.*
- Banco Central de Reserva del Perú: Memorias correspondientes a los años 1932/937.*
- Bank for International Settlements: Annual Report, Basilea.*
- Bank of Canada: Annual Report, 1935/938.*
- Boletín del Banco Central de Reserva del Perú, Lima.*
- Boletín Mensual de la Sociedad de las Naciones, Ginebra.*
- Boletín Mensual del Banco Central de Chile, Sgo. de Chile.*
- Boletín Mensual del Banco Central del Ecuador, Quito.*
- Bulletin Trimestriel de la Bank Polski, Varsovia.*
- Canadá: House of Commons Debates (Official Report, Unrevised Edition). Ottawa, 1934, vol. LXX.*
- Cursos y Conferencias, Buenos Aires.*
- Diario de Sesiones de la Cámara de Diputados, Buenos Aires, 1934/35, tomo IX.*
- Diario de Sesiones de la Cámara de Senadores, Buenos Aires, 1934/35, tomo III.*
- Facultad de Ciencias Económicas, Comerciales y Políticas: Trabajos de Seminario, tomo XII, Rosario, 1938.*
- Federal Reserve Bulletin, Wáshington.*
- La Nación, Buenos Aires, años 1935/38.*
- La Prensa, Buenos Aires, años 1935/38.*
- Ministerio de Hacienda: La acción de emergencia en el problema monetario. Buenos Aires, 1932.*
- Ministerio de Hacienda: Leyes, decretos y resoluciones sobre la moneda, Bancos Nacional y de la Nación Argentina y Caja de Conversión. Buenos Aires, 1926, tomo I.*
- Ministerio de Hacienda: Leyes sobre bancos y moneda junto con el mensaje del P. E. Buenos Aires, 1935.*
- Ministerio de Hacienda: Decretos sobre bancos y moneda. Buenos Aires, 1935.*

- Ministerio de Hacienda: *Memorias* correspondientes a los años 1933/38.
- New Zealand: House of Representatives*, Wellington, 1923.
- Poder Ejecutivo Nacional, 1932-38*, Buenos Aires, 1938.
- Revista de Ciencias Económicas*, Buenos Aires.
- Revista Económica*, Buenos Aires, series I y II.
- Revista del Banco de la Nación Argentina*, Buenos Aires.
- Revue Politique et Parlementaire*, París.
- Situación económica, Hacienda pública, Comercio y finanzas* (National City Bank of New York). Nueva York.

VI.—LEGISLACION Y REGLAMENTACION

- ARGENTINA: Ley 12.155, de creación del Banco Central de la República Argentina, sancionada el 21/3/935, y su Decreto reglamentario N° 61.126, de 18/5/935.
- ARGENTINA: Ley de Organización N° 12.160, sancionada el 21/3/935.
- ARGENTINA: Ley de bancos N° 12.156, sancionada el 21/3/935, y su Decreto reglamentario N° 65.227, de 8/8/935.
- ARGENTINA: Decreto N° 61.127, de 18/5/935, sobre las operaciones constitutivas del Banco Central de la República Argentina.
- CANADÁ: Bank of Canada Act, 1934, sancionada el 3/7/934.
- CANADÁ: Texte unifié de la loi relative a la Banque du Canada. (Con las modificaciones introducidas en 1936 y 1938).
- CHILE: Decreto-ley N° 486, de 21/8/925, creando el Banco Central de Chile.
- CHILE: Ley general de bancos, de 21/8/925.
- CHILE: Ley Especial, dictada en febrero de 1928, reformatoria de los efectivos mínimos obligatorios.
- CHILE: Leyes especiales reformatorias del régimen bancario, números 4806, 4993, 5394, 6006, 6237.
- ECUADOR: Leyes monetarias y bancarias expedidas el 30/12/937 por el Supremo Gobierno.
- MÉXICO: Organización del Banco de México (Decreto-ley dictado el 28/8/936).
- NUEVA ZELANDIA: Reserve Bank of New Zealand Act, 1933, sancionada el 27/11/933.
- POLONIA: Ley de 24/3/939 ratificando la reforma del Banco de Polonia.
- PERÚ: Creación del Banco Central de Reserva del Perú (Decreto-ley N° 7137, de 18/4/931).

FE DE ERRATAS

Pág.	DICE:	DEBE DECIR:
41 Cuadro N° 5, año 1925, columna 3	35.419.960.00	35.419.960.00 (3)
139 Nota (94)	Consejos	Consejeros
174 Cuadro N° 17, columna 5, línea 2	32.094	37.094
178 Cuadro N° 19, columna 2, línea 4	1.114,8	1.149,8
202 Línea 17	Committee	Committee
203 Línea 3	Monnais	Monnaies
204 Línea 3	1923	1933



Indice

T E X T O

	Pág.
PROLOGO	17
I.— Introducción	21
II — La realidad económica argentina y el mercado monetario y del crédito	25
1. La estructura económica y el sistema bancario.....	25
2. La actividad económica y el comercio exterior en la Argentina	27
3. El balance de pagos y su incidencia en el mercado monetario y del crédito	31
4. Las fluctuaciones de los medios de pago y sus efectos	34
5. Inelasticidad del régimen de la Caja de Conversión	37
6. La rigidez del sistema y la estructura del crédito....	40
7. Los años de crisis y las medidas de emergencia.....	43
8. La transformación del sistema monetario.....	45
9. Los elementos dispersos y la necesidad, cada vez más acentuada, de su coordinación.....	46
III — Constitución del Banco Central de la República Argentina	51
1. La reforma sancionada y las medidas iniciales.....	51
2. La revaluación del oro y el beneficio obtenido.....	54
3. El programa de saneamiento y la aplicación del beneficio	56
4. Las operaciones constitutivas y la estructura del balance inicial del Banco Central.....	64
5. La aplicación de las leyes financieras y sus efectos sobre la situación bancaria general.....	74
IV.—Objetivos fundamentales del Banco Central de la República Argentina	83
1. Los bancos centrales y su esfera de acción.....	83
2. Las funciones atribuidas a los bancos centrales....	88

3. Las funciones asignadas por el art. 3º de la ley 12.155. Análisis de cada una de ellas.....	92
V.— Los medios de acción con que cuenta el Banco Central para el cumplimiento de su cometido.....	109
1. Consideraciones preliminares	109
2. El monopolio de la emisión y la política reguladora del mercado monetario.....	111
3. La concentración de la reserva áurea.....	115
4. Centralización de los encajes bancarios y de los fondos del Estado.....	126
5. La política de redescuento.....	135
6. Operaciones de mercado abierto.....	149
VI.— Análisis de la acción realizada por el Banco Central de la República Argentina.....	157
1. Alcance de nuestro examen.....	157
2. Consecuencias de los balances de pago favorables y sus efectos sobre los principales rubros bancarios.	158
3. El ingreso de fondos y la política de absorción....	160
4. El problema de los capitales flotantes.....	163
5. Inversión del balance de pagos y la acción del Banco Central	170
6. Los medios de pago y las tendencias del mercado...	172
7. La expansión del crédito y el déficit fiscal.....	176
8. Circulación monetaria y la evolución de la reserva	178
9. Consideraciones finales	180
Gráficos	183
Breve reseña de la situación bancaria en 1939	193
Bibliografía	197

C U A D R O S

		Pág.
Nº 1.	Estructura de las exportaciones argentinas, en % según su valor en los años 1900-1938	28
„ 2.	Producción y exportación de los principales renglones agrícolas en la Argentina, 1900-1938.....	29
„ 3.	El balance de pagos y su relación con algunos rubros bancarios, 1926-1934.....	33
„ 4.	Cheques compensados y los principales rubros bancarios, 1928-1933	37
„ 5.	Tenencias y movimiento de oro, 1899-1934.....	41
„ 6.	Beneficio de la revaluación del oro.....	54
„ 7.	Deuda del Gobierno Nacional con el Banco de la Nación Argentina al 31 de mayo de 1935.....	59
„ 8.	Cancelación de la deuda flotante bancaria.....	61
„ 9.	Beneficios obtenidos y su utilización.....	65
„ 10.	Depósitos y efectivo del Banco de la Nación Argentina, 1926-1935	77
„ 11.	Depósitos y efectivo del conjunto de bancos, 1926-1935	78
„ 12.	Encajes bancarios exigidos en algunos países.....	132
„ 13.	Plazos máximos admisibles para el redescuento en algunos países	145
„ 14.	El balance de pagos y la evolución de los principales rubros bancarios, 1934-1938.....	160
„ 15.	Fondos bancarios absorbidos por el Banco Central, 1935-1938	162
„ 16.	Balance de pagos en el mercado libre en 1937.....	167
„ 17.	Medios de pago a disposición de la plaza y el volumen de cheques compensados, 1934-1933.....	174
„ 18.	Medios de pago a disposición de la plaza y los saldos netos del balance de pagos, 1934-1938.....	176
„ 19.	Volumen de la emisión monetaria y su distribución entre el público y los bancos, 1935-1938.....	178
„ 20.	Garantía de los billetes y demás obligaciones a la vista del Banco Central, 1935-1938.....	180

Esta tesis se terminó de imprimir el 30 de septiembre de 1940, en los Talleres Gráficos Rivadavia 2150, Buenos Aires.