



ARTÍCULOS

La política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica y el vigésimo sexto informe anual del Consejo de gobernadores

Ricardo Carranza Pérez

Revista de Economía y Estadística, Primera Época, Vol. 2, No. 2 - 3 (1940): 2º y 3º Trimestre, pp. 283-300.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/3077>



La Revista de Economía y Estadística, se edita desde el año 1939. Es una publicación semestral del Instituto de Economía y Finanzas (IEF), Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba, Av. Valparaíso s/n, Ciudad Universitaria. X5000HRV, Córdoba, Argentina.

Teléfono: 00 - 54 - 351 - 4437300 interno 253.

Contacto: rev_eco_estad@eco.unc.edu.ar

Dirección web <http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/index>

Cómo citar este documento:

Carranza Pérez, R. (1940). La política monetario de la Reserva Federal de los Estados Unidos de Norteamérica y el vigésimo sexto informe anual del Consejo de gobernadores. *Revista de Economía y Estadística*, Primera Época, Vol. 2, No. 2 - 3 (1940): 2º y 3º Trimestre, pp. 283-300.

Disponible en: [<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/3077>](http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/3077)

El Portal de Revistas de la Universidad Nacional de Córdoba es un espacio destinado a la difusión de las investigaciones realizadas por los miembros de la Universidad y a los contenidos académicos y culturales desarrollados en las revistas electrónicas de la Universidad Nacional de Córdoba. Considerando que la Ciencia es un recurso público, es que la Universidad ofrece a toda la comunidad, el acceso libre de su producción científica, académica y cultural.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/index>



REVISTAS
de la Universidad
Nacional de Córdoba



Universidad
Nacional
de Córdoba



FCE
Facultad de Ciencias
Económicas



1613 - 2013
400
AÑOS

LA POLITICA MONETARIA DE LA RESERVA FEDERAL DE LOS ESTADOS UNIDOS DE NORTE AMERICA Y EL VIGESIMO SEXTO INFORME ANUAL DEL CONSEJO DE GOBERNADORES

El Consejo de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, que en cumplimiento de disposiciones legales debe dar anualmente cuenta de su gestión a la Cámara de Representantes, ha publicado en los primeros meses del año en curso la Memoria correspondiente al vigésimo sexto ejercicio, y, dada la gravitación decisiva del Sistema en la vida de la gran nación del Norte, su influencia refleja en los centros mundiales y las nuevas condiciones creadas por la catástrofe europea desatada en Septiembre de 1939, es de particular interés el conocimiento del importante documento.

A principios del año referido, dice, la actividad comercial en los Estados Unidos de Norte América habíase recuperado casi en un 50 % con respecto a la declinación habida entre 1937 y 1938. Luego de un pequeño receso en la producción total, a mediados del año, fué fuertemente acelerada en Septiembre, cuando la ruptura de las hostilidades en Europa, alcanzando en los últimos meses un volumen no superado en la historia del país; la desocupación ha sido considerablemente reducida, pero aún se mantiene en cifras altas. La nueva producción no solo ha colmado la capacidad total de las fábricas ya instaladas sino que ha demandado la instalación de nuevos equipos y plantas industriales, acre-

ciéndose igualmente, en gran proporción, los stocks existentes.

Las entradas de oro se han acrecentado con la guerra habiendo llegado las tenencias de metal amarillo en los Estados Unidos a la cifra de 17.650 millones de dólares, verdadero record, que representa las dos terceras partes del oro monetario del mundo. Estas entradas de oro han repercutido en las reservas bancarias que también han alcanzado cifras altísimas, registrándose la suma de 5.000 millones de dólares como exceso de las mismas.

Política de la Reserva Federal

En cada Memoria del Consejo de Gobernadores se hace una exposición de algún asunto de importancia que se quiere poner en evidencia, dedicándole un amplio desarrollo. En la correspondiente a 1938 se trató de la organización bancaria en los Estados Unidos y de su superintendencia, anotando faltas y defectos que ponían en peligro al Sistema y trababan su acción; en la correspondiente a 1939 se lleva la atención a la política monetaria de dicho organismo y en especial a las operaciones de mercado abierto.

Los instrumentos de acción en la política monetaria, excluidos el consejo y la presión moral, son tres: la tasa del descuento, la fijación de los porcentajes de las reservas bancarias y las operaciones de mercado libre o abierto, que tenían como finalidad influir en los montos de tales reservas aumentando o disminuyendo el poder de los bancos en la creación de créditos, ya sea con el objeto de repercutir sobre los cambios o sobre las condiciones del mercado monetario interno e indirectamente sobre los precios.

La tasa del descuento, ese instrumento sutil y de acción indirecta, que con tanta habilidad manejara el Banco de Inglaterra y tan buenos resultados consiguiera, era apto

para obrar en una plaza de una organización determinada y en las condiciones económicas que rigieron hasta 1914; pero su aplicación en Norte América no dió los resultados deseados y que la experiencia inglesa hiciera presumir.

La realidad de las condiciones americanas necesitaba de otros medios más directos, de acción más inmediata y más adaptados a la organización tipo intermedio (inglesa-continental) que permitiera además el desarrollo de una política de holgura monetaria concorde con la tendencia manifiesta notada en el país. Esos medios han sido la fijación de las reservas bancarias, de la cual se ha hecho mucho uso en los últimos años, primero con la finalidad de restringir un potencial crediticio extraordinario acumulado con las entradas de oro y luego para permitir una expansión en los medios de pagos; el segundo instrumento, las operaciones de mercado libre.

Antes de entrar a la relación que el documento hace de tales operaciones en el curso de 1939, haremos un poco de historia.

Las compras y ventas en el mercado libre son ordenadas por el *Federal Open Market Committee* creado en el año 1922 a ese fin, que permitió a los bancos de la reserva actuar en forma individual en dichas operaciones con lo que se provocó el desorden y la ejecución de maniobras encontradas que neutralizaban los efectos buscados. Este comité estuvo formado por cinco directores de los bancos de la reserva, siendo oficializado por ley en el año 1933. En la actualidad está formado por todos los miembros del *Board of Governors*, teniendo a su cargo dar las líneas de la política del mercado abierto obligatorias para todos los bancos de la reserva, y de un comité ejecutivo compuesto de cinco miembros, representantes de los bancos de reserva, que se encarga de llevar a la práctica los planes trazados. Con esto se ha conseguido la unidad de que se careció anteriormente evitando la anarquía en

las operaciones. Dada la forma de nombramiento de los miembros que componen el *Board of Governors* y a su vez el *Federal Open Market Committee*, se infiere la influencia preponderante del gobierno de los Estados Unidos en la conducción de la política de las operaciones de mercado abierto.

El Sistema está autorizado a efectuar compras en el mercado libre de oro amonedado y en lingotes, de papeles de comercio tales como aceptaciones bancarias y letras de cambio, y de obligaciones y letras del Gobierno y de la Tesorería de los Estados Unidos; además, valores que sean anticipos de impuestos o rentas garantidas de cualquier estado, condado, distrito o municipalidad de los EE. UU. continental; por las leyes del 31 de Enero y 27 de Abril de 1934 se autorizó al Sistema a comprar bonos de la Corporación Federal de Hipotecas Agrícolas y la Corporación de Empréstitos a los Propietarios de Casas.

Con referencia a las letras compradas suman cifras importantes entre 1918 y 1931, que oscilan entre 300 y 500 millones, declinando fuertemente en 1932 en que se llega a 33 millones, en 1933 suman 133 millones para declinar a 6, 5, 3 y 1 millones en 1934, 1935, 1936, 1937/1939, desapareciendo en los últimos meses del año 1939. Esta evolución es el reflejo de la disminución gradual de las letras de cambio notadas en todos los centros importantes del mundo.

En la práctica, a pesar de ser bastante amplio el sector de valores sobre los cuales puede actuar el Sistema, se ha concretado, hasta hace pocos años, a las aceptaciones bancarias, —por las cuales ha tenido preferencia a fin de crear y desarrollar el mercado—, y principalmente a los títulos y letras del Gobierno y Tesorería de los Estados Unidos.

El monto de las adquisiciones estaba restringido en ciertos límites hasta 1932, puesto que los títulos adquiridos no podían servir de garantía a los billetes emitidos sino que se

afectaba en un determinado porcentaje como cobertura de los depósitos, de manera que las adquisiciones dependían en una gran medida del aflujo de oro. Desde la sanción de la ley *Glass-Steagall* los títulos adquiridos son admitidos como garantía colateral, lo que permite al Sistema un margen mucho más amplio para las operaciones.

La iniciación sistemática de las operaciones de mercado libre tiene como punto de partida el año 1922 —anteriormente se hicieron en forma esporádica— en que se realizaron con un propósito totalmente distinto del que actualmente las mueve. En ese año, a raíz de una situación de holgura en los bancos, los descuentos y anticipos de los Bancos de la Reserva habían caído a cifras muy bajas, lo cual representaba una dificultad para cubrir los gastos y distribuir dividendos, y buscando a los fondos una ocupación retributiva se adquirieron títulos. Se notó que a medida de las adquisiciones los bancos miembros del Sistema disminuían sus obligaciones con los de la Reserva y de allí se vislumbró la posibilidad de emplear ese medio no como una inversión de fondos con finalidad privada de los Bancos sino para una política que tuviera en vista las necesidades de la industria y comercio de la nación. Desde el año 1923 a 1929 el Sistema empleó las operaciones del mercado libre en gran escala ya fuera para aumentar la capacidad crediticia de los bancos, ya para disminuirla en correlación con el desarrollo de la coyuntura; esos años caracterizan la política del mercado libre como instrumento para influir en las condiciones inestables del crédito. Desde 1930 a 1933 inclusive, se emplea con una sola finalidad: proveer al mercado de abundantes medios. Las salidas de oro fueron compensadas con exceso por las compras de títulos, y la creación de los medios de pagos que se necesitaban tanto para luchar contra la deflación como para permitir cubrir los déficits del presupuesto gubernamental, fueron provistos en esa forma. Desde 1934 a 1936 la cartera

de obligaciones gubernamentales en la cuenta del sistema se mantiene con pocas variaciones, en un monto alrededor de 2.436 millones de dólares; en 1937 varía para preservar ciertas condiciones del mercado y en otra ocasión para necesidades estacionales, manteniéndose constante en 1938. Este mantenimiento en el nivel de la cartera se debe a que la abundancia de crédito es fomentada con el aflujo ininterrumpido de oro que ocurre en esos años y que permite, como en los años anteriores, el mantenimiento de tasas bajísimas de interés.

Los montos de títulos mantenidos en la cartera del Sistema desde 1923 a 1938, se indica a continuación.

CUENTA DEL MERCADO ABIERTO, en millones de dólares:

Años	Importes	Años	Importes
1923	134	1931	817
1924	540	1932	1.855
1925	375	1933	2.437
1926	315	1934	2.430
1927	617	1935	2.431
1928	228	1936	2.430
1929	511	1937	2.564
1930	729	1938	2.564

En el período 1934-1938, las reservas de los bancos comerciales crecen en forma sostenida sobrepasando en mucho el monto exigido por la ley, crecimiento debido en parte al aflujo del oro, al aumento del valor del stock existente por la revaluación y a la emisión de 1.200 millones de certificados plata.

Las reservas en exceso inician su aparición sistemática en 1932 (con anterioridad, desde 1925, las reservas eran in-

suficientes con excepción de los años 1927 y 1930) y van creciendo en forma pronunciada hasta alcanzar cifras muy altas en los años 1936 y siguientes, que obligan al Sistema a considerar una solución.

Para luchar con este potencial inmenso de crédito que significaban las reservas excedentes, que podía llevar a los bancos a una expansión excesiva, se contaba con dos recursos: vender los títulos que por valor de unos 2.500 millones se registraban en la cuenta del Sistema o elevar los porcentajes de las reservas.

El primer expediente era inadecuado: una venta en masa de 2.500 millones habría hecho bajar los cursos de los títulos, y por sus repercusiones, provocado un pánico general; además, tales ventas hubieran perturbado los planes del Gobierno de los Estados Unidos que en esos momentos trataba de colocar fuertes empréstitos; y, por último, se necesitaban aquéllos para cubrir con sus intereses los gastos y dividendos de los Bancos de la Reserva.

Quedaba el segundo recurso y él fué empleado: el 16 de Agosto de 1936 se ordenó un aumento del 50 % en las reservas bancarias, y en los primeros meses del año 1937 se vuelve a aumentar en otro 50 %, — 25 % el 1.º de Marzo y 25 % el 1.º de Mayo—, con lo que se consigue absorber unos 3.650 millones de dólares, quedando aún en poder del Sistema un margen de aumento en las reservas que podía esterilizar unos 800 millones de dólares.

Estas medidas son dejadas sin efecto en los primeros meses del año 1938, a raíz del "pánico del dólar" que provocó una situación de estrechez monetaria, medida que se acompañó además con la decisión del Tesoro de desesterilizar el oro de la cuenta inactiva.

El monto de las reservas al final de cada año y el exceso se indica a continuación en millones de dólares.

Años	Total Reservas	Exceso
1930	2.471	96
1931	1.961	— 33
1932	2.509	576
1933	2.729	859
1934	4.096	1.814
1935	5.587	2.844
1936	6.606	1.984
1937	7.027	1.212
1938	8.724	3.205
1939	11.653	5.209

Llegamos al año 1939 en que el Sistema vuelve a emplearse en forma activa en las operaciones de mercado abierto, pero no ya con la finalidad de influir sobre las reservas de los bancos miembros sino sobre el mercado de capitales.

Dice la Memoria que la práctica cumplida por varios años de mantener un monto constante en la cartera de obligaciones y que se inspiraba en la consideración importante que se daba a las reservas bancarias ha sido abandonada en 1939, ya que la primera consideración ha perdido su supremacía para dejar lugar a la consideración del mercado de capitales.

Hasta 1938 el *Federal Open Market Committee* había considerado que mientras la recuperación comercial no fuera completa y no hubieran signos inequívocos de que se estaba produciendo una sobreexpansión del crédito, no era necesario reducir las tenencias en la cuenta de Mercado Libre del Sistema, como igualmente se consideraba inconveniente su aumento mientras las reservas bancarias fueran abundantes y se mantuvieran bajas las tasas de interés.

Pero en 1939, a pesar de mantenerse el *Federal Open Market Committee* en la política hasta entonces seguida, dos razones influyeron para que la cartera no se mantuviera

constante. Una técnica y otra política; una que se refiere a la situación del mercado interno y otra que se refiere a la repercusión en el mercado interno de acontecimientos externos y son: 1º. la dificultad de reemplazar los certificados del Tesoro vencidos sin pagar un premio sobre el nivel fijo y 2º. la rápida declinación de los valores gubernamentales estadounidenses con la declaración de la guerra de Europa.

La primera dificultad provenía desde fines de 1938 en que la disminución de suministro de certificados por el Tesoro frente a una demanda creciente hizo descender las tasas semanales a cero y en algunas ocasiones no era posible conseguir tales valores sin pagar un premio sobre el nivel fijo. Por ello el Committee debió declarar a fines de 1938 que las dificultades técnicas de la plaza impedían reponer los valores vencidos en la cartera del Sistema, y que esto no debía interpretarse como un cambio en la política ya que se iniciarían las adquisiciones cuando las condiciones del mercado lo permitieran. En Marzo de 1939 resuelve dejar sin reemplazar o pendientes de reemplazo las obligaciones que venzan mientras no sea posible conseguir las en el mercado abierto sin pagar un premio sobre la base fija, o cuando su adquisición cause disturbios en el mercado. Además resuelve que la cuenta del Sistema debe tener un monto no inferior a 1.000 millones de dólares en obligaciones que venzan dentro de dos años; más de 500 y menos de 900 millones en obligaciones que venzan después de cinco años; que el monto de certificados del Tesoro no disminuya en más de 200 millones y que el total de las tenencias en la cuenta no aumente ni disminuya en más de 200 millones. El 19 de Abril resuelve que el monto de las tenencias de valores que excedan de cinco años en sus vencimientos no debe ser inferior a 500 ni superior a 1.000 millones con lo cual el límite de estos valores se eleva en 100 millones para prevenir posibles disturbios en el mercado.

Las condiciones técnicas del mercado seguían manteniéndose e impedían el reemplazo de los certificados del Tesoro que iban venciendo, por lo cual, el 21 de Junio, se resuelve que el límite mínimo de tenencias de esos valores, que están incluidos entre los que venzan dentro de dos años, no debía bajar de 700 millones, manteniéndose siempre el límite de flexibilidad de la cartera, en conjunto, en 200 millones; y que las obligaciones que fueran venciendo debían ser reemplazadas con otros valores del gobierno. Con ésta resolución se inicia un cambio en la composición de la cartera con respecto a los vencimientos, lo que significa el abandono de una regla clásica al respecto.

En el transcurso de las 24 últimas semanas del año 1939 los certificados del Tesoro fueron desapareciendo paulatinamente de la cuenta y el 6 de Diciembre no existían valores de esa clase en la cartera, habiéndose liquidado los 477 millones que obraban el 21 de Junio.

Para apreciar debidamente el cambio en la composición de la cuenta de mercado abierto con respecto a las obligaciones que vencen a corto plazo, o sean las comprendidas entre 15 días y 9 meses, basta consignar las siguientes cifras; la cuenta al 31 de Diciembre de 1937, tenía 657.479.000 de dólares; al 31 de Diciembre de 1938, 566.175.000 y al 31 de Diciembre de 1939 no había existencia.

El límite móvil de la cartera y el reemplazo de los certificados del Tesoro vencidos por otros valores del gobierno, tenía en la práctica dos consecuencias: 1.º) el abandono de la cartera inflexible, política seguida hasta 1938 y con vistas a las reservas bancarias y 2.º) el abandono del principio de mantener en la cuenta un gran monto de valores de corto plazo, que obedecía a la concepción clásica de instrumento de acción y empleo rápido para afectar las reservas bancarias, sustituyéndolo por el de mantener un monto elevado de valores de medio y largo plazo.

Estos cambios significan, y así lo hace notar la Memoria, que la consideración de importancia dada a las reservas bancarias ha pasado a un plano secundario para dejar lugar a la consideración del mercado de capitales.

La composición de la cuenta de mercado abierto en los últimos 3 años es la siguiente, en millones de dólares (las cifras correspondientes a 1939 son aproximadas ya que la presentación que hace la Memoria de dicho año es distinta a la de años anteriores).

Vencimientos	1937	1938	1939
Hasta dos años	1.215.168	1.269.570	300.837
De 2 a 5 años	588.699	593.739	993.820
De más de 5 años	760.148	700.706	1.189.613
Totales	2.564.015	2.564.015	2.484.270

El cambio en la composición de las tenencias no debe atribuirse únicamente a la dificultad, por las condiciones técnicas, de reemplazar los certificados del Tesoro vencidos por otros iguales y sustituirlos por otros valores gubernamentales, sino también a las condiciones creadas por una evolución en los activos bancarios, condiciones que deben ser consideradas con especial interés frente a los acontecimientos provocados por la guerra europea.

La evolución en los activos de los bancos de los Estados Unidos de Norte América se ha marcado por un continuo avance de inversiones en obligaciones gubernamentales, frente a un descenso relativo en los préstamos comerciales, cuyos puntos máximos de separación se alcanzan en 1936 para irse amenguando la diferencia, pero siempre con una preeminencia de los valores gubernamentales, hasta 1939, en que la diferencia se amplía.

Desde 1931 la evolución ha sido la siguiente, en millo-

nes de dólares. (Las cifras que corresponden hasta 1932 han sido tomadas del Huitième Rapport de la *Banque des Régléments Internationaux*, las de 1933 a 1938 del *Annuaire de la Société des Nations* — 1939 Vol. II).

Años	Prést. Comerc.	Oblig. Gubernam.
		Directas y garantidas
1931	8.100	5.200
1932	6.000	6.800
1933	5.185	7.254
1934	4.940	10.895
1935	5.175	12.269
1936	6.172	13.545
1937	7.126	12.376
1938 (Stbre)	6.467	13.011
1939	6.991	14.328

Este cambio en los activos bancarios motivado por el aumento del uso de empresas cooperativas y el aumento en la importancia de las grandes casas que por causa de haber sufrido con anterioridad inconvenientes y trastornos por haber dependido del crédito bancario, han implantado como costumbre hacer frente a las necesidades financieras recurriendo al mercado monetario por medio de emisiones de acciones y debentures, o difiriendo la distribución de utilidades, evitando así recurrir a los bancos y la gradual desaparición de los mayoristas, que son quienes más usan los documentos comerciales, a causa del proceso de integración cada vez más acentuado de la industria-comercio. El informe de 1938 hace notar además, que el crecimiento de los depósitos de ahorro ha obligado a los bancos a buscar otras inversiones. Frente a una menor demanda de crédito comercial y a una mayor tenencia de fondos a invertir los bancos han dirigido sus pasos hacia las obligaciones gubernamentales.

La importancia marcada que los valores gubernamentales tienen en el mercado de capitales, ya que es una parte considerable del mismo, y las repercusiones que en dicho mercado tienen las oscilaciones de los precios de tales valores, agregado a las grandes tenencias que poseen los bancos, hacen que el Sistema de la Reserva Federal no deba descuidar su vigilancia, evitando que acontecimientos previsibles afecten en forma violenta los cursos. Hacia ello ha tendido la acción del *Federal Open Market Committee* al cambiar la composición de su cartera con relación a los vencimientos, dejando que las obligaciones a corto plazo, con las cuales pueden influenciarse en forma enérgica las reservas bancarias, venzan sin reemplazarse con otras de la misma naturaleza, y adquiriendo en cambio valores de medio y largo plazo por intermedio de los cuales se hace presente en el mercado de capitales.

La situación europea en los primeros meses del año pasado hacía presumir graves acontecimientos, y en prevención de los efectos que pudieran hacerse sentir en el mercado de capitales norteamericano, los distintos organismos del *Federal Reserve System* adoptaron precauciones. El *Federal Open Market Committee* en sesión del 19 de Abril resuelve que en la eventualidad de un conflicto armado que pueda perturbar el mercado nacional se adquieran obligaciones gubernamentales por un monto que no exceda de 500 millones de dólares, sin que esta resolución signifique una limitación a lo resuelto anteriormente en cuanto se refiere al límite de elasticidad de 200 millones que se había fijado; además deberán venderse por un monto igual al adquirido cuando las condiciones del mercado lo permitan. El *Board of Governors* en sesión del 29 de Agosto, 3 días antes de la declaración de la guerra, dispone que la tasa de adelantos sobre obligaciones gubernamentales a todos los bancos miembros y no miembros del Sistema sea del 1 %. Con estas dos resoluciones se ponía al

Sistema en condiciones de poder hacer frente a una venta en masa de obligaciones y al propio tiempo se facilitaba a un importante grupo de tenedores de títulos conseguir su importe sin recurrir al mercado a liquidarlos.

El *Board of Governors*, en la Memoria que comentamos, justifica su acción manifestando que el ayudar a mantener condiciones de orden en el mercado de obligaciones gubernamentales, puede ejercer una influencia estabilizadora en todo el mercado de capitales que es una parte esencial de la maquinaria económica y cuya desorganización sería un obstáculo serio para proseguir el resurgimiento económico, y que, a pesar de no tener la obligación legal de garantizar un precio corriente de las obligaciones, ni preservar a los bancos de posibles pérdidas, tiene sin embargo, una cierta responsabilidad en la salvaguardia de la gran cartera de títulos estadales que mantienen los bancos, cuyas oscilaciones bruscas en los cursos los afectaría seriamente.

El Sistema de la Reserva Federal al intervenir en el mercado como comprador no ha tenido como finalidad contrariar las tendencias en las tasas sino prevenir violentas oscilaciones de naturaleza especulativa o debidas al pánico.

El día 1º de Septiembre las obligaciones gubernamentales de largo plazo sufrieron una caída de un punto y el Sistema adquirió algo más de 100 millones, entre los cuales estaban incluídos 61 millones comprados a los "dealers" para impedir que esas tenencias quedaran pendientes y sujetas a una rápida liquidación, lo cual contribuiría a desmoralizar al mercado. El total de las adquisiciones efectuadas desde el 28|8 al 25|9, período de mayor intranquilidad, fué de 473 millones. A fines de este mes empiezan a calmarse la plaza y a recuperarse los precios, alcanzando ya al final del año tanto en las obligaciones gubernamentales como en otros valores de primer grado cursos más altos que los anteriores a la guerra. Esta recuperación debió frenarse en varias oportu-

tunidades y el Sistema vendió de los títulos más solicitados un monto de 77 millones. El resultado neto en la cuenta de mercado abierto al final del año en su monto fué inferior en 80 millones con relación al año 1938. Durante el período de pánico fueron tomadas otras medidas, tales como un convenio con los "dealers" que actuarían como corredores sin tomar posiciones especulativas y darían los nombres de los vendedores, y que las operaciones de títulos terminarían a las 4 de la tarde. Estas medidas fueron dejadas sin efecto cuando las condiciones del mercado se normalizaron. Los bancos miembros cooperaron no vendiendo las tenencias de sus carteras.

Las adquisiciones de oro

Desde el año 1934, luego de la revaluación del dólar, las tenencias en metal amarillo en los Estados Unidos han ido acreciendo año a año, hasta alcanzar a fines de 1939 la cifra de 17.644 millones de dólares que representa los $\frac{2}{3}$ del stock de oro monetario del mundo.

Ello se ha debido a causas económicas y políticas. Entre las primeras, el que algunos años la balanza comercial le ha sido favorable y la inestabilidad de las monedas extranjeras. Entre las segundas, las perturbaciones creadas con el *affaire* checo y luego la crisis polaca.

A los saldos favorables de la balanza comercial y a las entradas de capitales debe EE. UU. su gran stock oro; las consecuencias de los primeros han sido intensificadas por los segundos.

Los movimientos de capitales han dejado en todos los años un saldo favorable a los EE. UU. y se han debido en gran parte, sin considerar los factores políticos, a las devaluaciones francesas, belgas y a las del bloque oro y a la inestabilidad de la libra, asumiendo fuertes proporciones en

los primeros meses del año 1937 con motivo de creerse en una baja del precio del oro, “el pánico del oro”, para invertirse el movimiento en los últimos meses del año 1937 y primeros de 1938 en que sucedió el “pánico del dólar” o sea el temor de que EE. UU. devaluara nuevamente su signo.

Los saldos netos de afluencia de capitales desde 1935 a 1938 son los siguientes (del *Neuvième Rapport Annual de la Banque des Règlements Internationaux*)

Año	1934	421 millones
”	1935	1412 ”
”	1936	1196 ”
”	1937	802 ”
”	1938	369 ”
		<hr/>
		4200 ”

De acuerdo a la Memoria del *Board of Governors* la entrada de capitales en el año que terminó en Agosto de 1939, alcanzó la cifra de 1.800 millones de dólares. Casi la mitad de estos capitales llegaron en 12 semanas de crisis políticas: en Septiembre de 1938 en ocasión de la primera crisis checa; en Marzo y Abril de 1939, cuando la absorción alemana de Bohemia y Moravia y en Agosto de 1939, mes que precedió al de la guerra.

Este monto representaba capitales privados en busca de refugio, aún cuando también participaban los bancos centrales y gobiernos extranjeros, y la suma hubiera sido mucho mayor si no se hubiera permitido a los bancos centrales mantener en el país oro en depósito regular. El oro “ear-marked” por cuenta de éstos aumentó en 700 millones al final de Agosto de 1939, sumando 1.000 millones el total de las tenencias a esa fecha.

En los meses de la guerra cesó de afluir capital de Fran-

ESTADO DE TODOS LOS BANCOS MIEMBROS DE LA RESERVA FEDERAL

C U E N T A S En miles de dólares	TODOS LOS BANCOS MIEMBROS		BANCOS NACIONALES		BANCOS ESTADUALES	
	1938	1939	1938	1939	1938	1939
	Al 28 Stbre.	Al 31 Dicbre.	Al 28 Stbre.	Al 31 Dicbre.	Al 28 Stbre.	Al 31 Dicbre.
ACTIVO						
Préstamos (incluyendo descubiertos)	12.937.437	13.961.820	8.279.991	9.021.748	4.657.446	4.940.072
Obligaciones directas del Gobierno de Estados Unidos	10.712.818	11.184.195	6.894.508	7.101.805	3.818.310	4.082.390
Obligaciones plenamente garantidas por el Gobierno de los EE. UU.	2.298.477	3.143.960	1.566.795	1.955.835	731.682	1.188.125
Otras obligaciones, bonos, certificados, acciones, etc.	5.678.157	5.650.533	3.765.510	3.730.947	1.912.647	1.919.586
Total de préstamos e inversiones	31.626.889	33.940.508	20.506.804	21.810.335	11.120.085	12.130.173
Responsabilidades de clientes por aceptaciones	112.965	107.543	56.935	55.843	56.030	51.700
Edificios, muebles y útiles	968.380	924.273	629.412	598.665	338.968	325.608
Otras propiedades	335.567	287.709	152.284	131.669	183.283	156.040
Reservas en Bancos de la Reserva	8.192.978	11.603.504	4.666.085	6.493.792	3.526.893	5.109.712
Dinero en Caja	774.887	841.215	567.053	611.339	207.834	229.876
Saldos en Bancos en países extranjeros	73.374	23.796	34.001	15.971	39.373	7.825
Saldos a la vista en Bancos en E. Unidos	3.817.482	5.370.257	2.942.083	4.113.177	875.299	1.257.080
Otros saldos en Bancos en E. Unidos	119.644	136.112	90.687	101.927	28.957	34.185
Debido por Sucursales extranjeras	1.261	7.827	1.261	7.027		800
Dinero en vías de cobro	1.460.367	1.807.370	893.143	1.153.289	567.224	654.081
Otros Activos	235.465	310.835	115.230	164.340	120.235	146.495
Total del Activo	47.719.159	55.360.949	30.654.978	35.257.374	17.064.181	20.103.575
PASIVO						
Depósitos a la vista (Total)	30.308.304	37.487.815	19.073.015	23.368.070	11.235.089	14.119.745
Particulares, de sociedades y corporaciones	20.438.710	24.603.982	12.632.896	14.921.445	7.805.814	9.682.537
Gobierno de Estados Unidos	707.267	742.566	451.966	540.296	255.301	202.270
Estados y otras divisiones políticas	2.079.830	2.321.334	1.595.925	1.733.425	483.905	587.909
Bancos en Estados Unidos	6.088.093	8.507.394	3.899.879	5.431.998	2.188.214	3.075.396
Bancos en países extranjeros	456.517	749.251	204.163	356.836	252.354	392.415
Cheques certificados y de funcionarios, letras de crédito y cheques de turistas	537.887	563.288	288.386	384.070	249.501	179.218
Depósito a plazo (Total)	11.462.315	11.852.337	7.974.726	8.190.880	3.487.589	3.661.457
Particulares de sociedades y corporaciones (Ahorro y otros)	10.788.660	11.215.109	7.468.940	7.693.612	3.319.720	3.521.597
Ahorro postal	69.605	51.330	59.697	44.351	9.908	6.799
Estados, Condados y Municipalidades	464.427	432.173	340.467	343.343	123.960	88.380
Bancos en Estados Unidos	130.009	144.188	97.788	103.937	32.221	40.251
Bancos en países extranjeros	9.614	9.537	7.834	5.457	1.780	4.080
Total depósitos	41.770.619	49.340.152	27.047.941	31.558.950	14.722.678	17.781.202
Otras cuentas de pasivo	538.656	499.038	308.956	301.041	229.900	197.997
Capital, reservas, ganancias no divididas	5.409.884	5.521.759	3.298.081	3.397.383	2.111.803	2.124.376
Total del Pasivo	47.719.159	55.360.949	30.654.978	35.257.374	17.064.181	20.103.575
Número de Bancos	6.341	6.362	5.239	5.187	1.102	1.175

ESTADOS DE LOS BANCOS DE LA RESERVA FEDERAL

C U E N T A S D E L A C T I V O	Al 31 Diciembre 1938		Al 31 Diciembre 1939	
	Parciales	Totales	Parciales	Totales
En miles de dólares				
Certificados oro en poder de los Agentes de la Reserva Federal ..	4.888.000		5.371.000	
Certificados oro del fondo de Ajuste entre distritos en poder del Board of Governors ..	5.389.276		8.317.676	
Certificados oro en poder de los Bancos ..	1.510.444	11.787.720	1.510.444	15.199.120
Fondo de redención de billetes de la Reserva Federal ..		9.873		9.903
Otros encajes ..		368.213		315.194
Total Reservas ..		12.165.806		15.524.217
Letras descontadas garantidas por el Gob. EE. UU.	2.099		574	
Otras letras descontadas ..	1.872	3.971	6.191	6.765
Adelantos a la industria ..	15.644		11.044	
Títulos pagaderos en moneda extranjera ..	549			
Obligaciones Gobierno Estados Unidos ..	840.893		1.351.045	
Letras ..	1.723.122	2.584.179	1.133.225	2.502.079
Letras de Reserva Federal y otras Reservas Bancarias ..		32.570		33.454
Debido por Bancos extranjeros ..		172		47
Partidas transitorias no cobradas ..	661.304		813.755	
Cambios para clearing ..	17.911		28.776	
Otras partidas de Caja ..	31.634	710.849	24.675	867.206
Propiedades ..		44.350		43.166
Otros activos menos reservas ..		3.090		2.754
Intereses acumulados ..		7.243		8.551
Intereses sobre acciones ..		29.875		43.831
Cargas diferidas ..		368		608
Cuentas en suspenso y otras ..		4.175		3.387
Total del Activo ..		15.582.677		19.029.300
C U E N T A S D E L P A S I V O				
CIRCULANTE				
Letras de la Reserva Federal no vencidas (emitidas a los Bancos de la Reserva) ..	4.790.047		5.274.522	
Letras de la Reserva Federal tenidas por los Bancos de la Reserva ..	324.316		300.531	
Adelantos para el rescate ..	13.907	4.451.824	15.445	4.958.546
DEPÓSITOS				
Cuenta reserva de los Bancos miembros ..	8.723.226		11.652.396	
Cuenta general de la Tesorería ..	923.195		634.245	
Bancos Extranjeros ..	199.211		397.443	
Cuenta Clearing de los no miembros ..	101.794		166.156	
Cheques de funcionarios oficiales ..	51.469		34.564	
Letras de cambio de la Reserva Federal ..	288		137	
Otros depósitos ..	87.864	10.087.047	54.980	12.939.921
Valores diferidos ..		694.217		776.665
Otros pasivos ..				
Dividendos acumulados impagos ..	824		836	
Interés diferido ..	9		6	
Interés diferido sobre obligaciones ..	28			
Reservas para pérdidas sobre letras y obligaciones ..	207		285	
Cuentas en suspenso y otros pasivos ..	2.512	3.580	2.287	3.414
Total del pasivo ..		15.236.668		18.678.546
C U E N T A S D E C A P I T A L				
Capital pagado ..	134.575		135.599	
Superávit (sec. 7) ..	147.739		149.152	
Superávit (sec. 13 b) ..	27.683		27.264	
Reservas para contingencias ..	32.221		32.665	
	3.791	346.009	6.074	350.754
Total del Pasivo con Capital ..		15.582.677		19.029.300

cia, Inglaterra y Canadá debido a las medidas tomadas por los gobiernos de dichos países, pero ha continuado llegando de los Estados neutrales.

Además de estos factores las entradas de oro fueron acrecidas por la balanza favorable en el año 1939. Las importaciones de artículos industriales declinaron. Las exportaciones de productos agrícolas aumentaron pero el saldo favorable fué mayormente debido a las exportaciones industriales, entre las que se cuentan principalmente las directamente relacionadas con la industria de guerra y el mantenimiento de las operaciones.

En el año y medio que precedió a la guerra las adquisiciones de oro de los Estados Unidos sumaron alrededor de 4.500 millones, de los cuales 3.400 millones corresponden al año anterior a la guerra. El promedio de entrada de oro en el año referido fué de 65 millones por semana y en los meses de la guerra ha sido de 55 millones.

El total del stock oro, en millones de dólares, en los Estados Unidos, al final de cada año desde 1924 a 1939, ha sido el siguiente:

Año	Monto	Año	Monto
1924	4212	1931	4173
1925	4112	1932	4226
1926	4205	1933	4036
1927	4092	1934	8238 (revaluac.)
1928	3854	1935	10125
1929	3997	1936	11028
1930	4306	1937	12760

	1938	1939	1940
Meses	Monto	Monto	
Enero	12756	14682	
Febrero	12776	14784	

Marzo	12795	15258	
Abril	12869	15791	
Mayo	12919	15957	
Junio	12963	16110	19963
Julio	13017	16238	
Agosto	13136	16646	
Septiembre	13760	16932	
Octubre	14065	17091	
Noviembre	14312	17358	
Diciembre	14512	17644	

Termina la Memoria refiriendo los cambios en los activos y pasivos bancarios de los cuales se ha hecho ya referencia en el curso de la política del Sistema y de las condiciones de los negocios que han ido en crecimiento con motivo de la inestabilidad anterior a la guerra y luego con la guerra misma.

Refiere enseguida los cambios en las cuentas de los Bancos de la Reserva, sus recursos, gastos, etc. Intercalamos dos cuadros que reflejan el estado de los Bancos de la Reserva a fines de 1938 y 1939 y el estado de los Bancos miembros del Sistema de la Reserva Federal al 28 de Setiembre de 1938 y al 31 de Diciembre de 1939.

RICARDO CARRANZA PÉREZ
