



ARTÍCULOS

El vigésimo noveno informe del Consejo de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal y la Política Bancaria de Estados Unidos

Ricardo Carranza Pérez

Revista de Economía y Estadística, Vol. 5, No 4 (1943): 4º Trimestre, pp. 533-554.

<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/4809>



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.(1943)El vigésimo noveno informe del Consejo de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal y la Política Bancaria de Estados Unidos. *Revista de Economía y Estadística*. Primer Época, Vol. 5, No 4: 4º Trimestre, pp. 533-554.

Disponible en: [<http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/4809>](http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE/article/view/4809)

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>

EL VIGESIMO NOVENO INFORME DEL CONSEJO DE
GOBERNADORES DEL SISTEMA DE LA RESERVA
FEDERAL Y LA POLITICA BANCARIA DE ESTADOS
UNIDOS

*(Twenty-ninth Annual Report of the Board of Governors of
The Federal Reserve System Covering Operations for the
Year 1942)*

El Consejo de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal ha dado a publicidad su informe anual correspondiente a 1942, del cual hacemos un resumen a continuación.

El Sistema de la Reserva ha colaborado estrechamente en el esfuerzo gigantesco del país para hacer frente a las exigencias de la guerra, procurando, por distintos medios, facilidades al Tesoro para conseguir el dinero necesario para financiar los gastos y tratando, entre los límites impuestos por la finanza de guerra, de disminuir su presión inflacionaria.

Actuando en estrecho contacto con las autoridades del Tesoro, fueron puestos en ejecución planes para financiar la guerra, teniendo en vista que era necesario, por las repercusiones presentes y futuras, que esa financiación se hiciera en la mayor medida posible con ahorro corriente; pero como éste no sería suficiente, dada la magnitud de los fondos necesarios, entraban en los planes las medidas conducentes para habilitar a los bancos comerciales a participar en la financia-

ción. Al propio tiempo debía procurarse “minimizar” los efectos inflatorios del crecimiento de la renta monetaria frente a un volumen decreciente de producción para el consumo civil.

A fin de facilitar y hacer más efectiva la acción del Sistema de la Reserva, el Congreso modificó el estatuto legal, facultando a las autoridades del Sistema a hacer adelantos directos al Tesoro y a variar los porcentajes de reservas legales de los bancos miembros en ciertas ciudades sin hacer modificaciones en las reservas de los bancos miembros de otras.

La primera modificación está contenida en la “Second War Power Act, 1942”, aprobada el 27 de Marzo, y por ella se autoriza a los Bancos de la Reserva Federal a comprar títulos gubernamentales directamente al Tesoro, no pudiendo el monto de los títulos así adquiridos y mantenidos en poder de los nombrados bancos, exceder en ningún momento de 5.000 millones de dólares. La segunda modificación lleva fecha 7 de Julio y por ella el Consejo de Gobernadores puede efectuar cambios en las reservas legales de los bancos miembros de ciertos distritos sin hacerlos en otros. Así pueden modificar los porcentajes exigidos a los bancos miembros de las ciudades centrales de reserva, o a los situados en las ciudades de reserva, o a los bancos miembros que no pertenecen a unas ni otras, o puede modificarlos para todos los bancos miembros. Quedan en vigencia los límites máximos y mínimos de las reservas exigibles por la legislación respectiva. Ambas modificaciones se han hecho a pedido de las autoridades del Consejo de Gobernadores y por la primera se restablecen facultades que antes tenían los Bancos de la Reserva.

Los medios puestos en práctica por las autoridades bancarias para facilitar la financiación de la guerra han sido los siguientes: operaciones de mercado abierto, compras directas al Tesoro de títulos gubernamentales, disminución de los porcentajes de reservas legales, rebaja de la tasa de descuen-

to y facilidades para el descuento y compra de títulos gubernamentales, canalización del crédito bancario hacia la producción de guerra, “flexibilización” de las normas bancarias y criterios de juzgamiento de los créditos acordados para la adquisición de títulos.

De otro lado, los medios aplicados para disminuir la presión inflatoria del crecimiento de la renta monetaria, pueden concretarse en los siguientes: modificación de la “Regulation W” (se refiere a créditos al consumidor para adquisición de mercaderías de uso durable) en el sentido de ampliar e intensificar las restricciones de créditos a los consumidores, reducción de las facilidades de créditos bancarios dedicados a finalidades no productivas y adopción de normas para reducir el plazo de pago de créditos ya acordados con propósitos no productivos.

Operaciones de mercado abierto.

Las reservas excedentes de los bancos declinaron en 1941 y 1942 de 6.800 millones a principios de 1942 a 1.988 millones a fines de 1942, debido al crecimiento de los depósitos y al drenaje de efectivo. El crecimiento de los depósitos, originado en su mayor parte en compra de títulos gubernamentales sumó cerca de 16.000 millones en 1942 y el drenaje de efectivo tuvo y tiene sus causas en la expansión de sueldos y salarios, en la suba de precios y en el traslado de gran cantidad de personas, con propósitos de nuevas labores, a lugares que no eran sus residencias habituales. El crecimiento del circulante, referido a la moneda manual, ha sido de 4.000 millones de dólares en 1942, y éstos han salido de los tesoros de los bancos.

Las reservas excedentes a principios de 1942 sumaban algo más de 3.000 millones, pero por las operaciones apuntadas, teóricamente, no sólo habrían sido anuladas sino que ha-

brían caído por debajo del límite legal. En todo caso, prácticamente, el sistema bancario no habría estado en condiciones de soportar esas operaciones si los Bancos de la Reserva no hubieran acudido en su ayuda con medidas apropiadas. Una de ellas fué la adquisición para la cuenta del Federal Open Market Committee de sustanciales cantidades de títulos gubernamentales. Las adquisiciones más voluminosas se hicieron en el último cuatrimestre en conexión con operaciones financieras del Tesoro, necesitado, en ese período, de grandes sumas de dinero. En el segundo y tercer cuatrimestre la cartera de títulos gubernamentales adquiridos en el mercado libre aumentó en cerca de 1.300 millones de dólares y en el último cuatrimestre el aumento fué de 2.600 millones. En total el incremento de la cartera fué de 3.934 millones de dólares. A fines de 1941 la cuenta tenía 2.254 millones y a fines de 1942 registraba 6.188 millones. Los títulos adquiridos durante el último año fueron principalmente de corto y medio plazo.

Las operaciones de mercado abierto y la rebaja de los porcentajes legales de reserva, de la que se hablará más adelante, contrabalancearon, en parte, la declinación de las reservas excedentes, que en el transcurso de 1942 experimentaron una baja de 1.097 millones, quedando al 31 de Diciembre de dicho año en 1.988 millones de dólares.

Compras directas al Tesoro de títulos gubernamentales.

Usando la autorización de que se hizo mención más arriba, el Federal Open Market Committee compró directamente al Tesoro certificados de deuda de cortísimo vencimiento, con el objeto de suplir déficits temporales mientras se recaudaban fondos provenientes de impuestos y empréstitos. Los fondos así provistos han estado muy lejos del límite máximo autorizado que es de 5.000 millones de dólares, pues la suma ma-

por transferida al Tesoro por estas operaciones ha sido de 422 millones al 30 de Noviembre.

Disminución de los porcentajes legales de reserva.

Las reservas excedentes en Enero de 1941 montaban a 6.800 millones de dólares, de los cuales el 50 % pertenecía a los bancos de Nueva York y Chicago. En Julio de 1942 las reservas excedentes eran de 2.200 millones y correspondía sólo el 14,3 % a los bancos citados. Con respecto a las reservas legales, las reservas excedentes de los bancos de Nueva York y Chicago eran menores del 7 %, mientras que las de los bancos de las ciudades de reserva eran del 35 % y del 50 % las de los bancos restantes .

La causa que explica la pérdida de reservas excedentes de los bancos de Nueva York y Chicago está en que las entradas gubernamentales por impuestos y empréstitos procedentes de esos centros eran gastadas por el gobierno en otros lugares del país.

Para que el mercado monetario funcionara correctamente y los bancos de las ciudades nombradas reconstituyeran en parte sus reservas excedentes a fin de participar en forma activa en el programa de financiamiento de la guerra, fué necesario que el Federal Open Market Committee realizara en esos centros compras de títulos y además se rebajaran los porcentajes de reservas legales. Haciendo uso de los nuevos poderes de que ya se habló, el Consejo de Gobernadores rebajó las reservas legales de los bancos de Nueva York y Chicago el 20 de Agosto del 26 al 24 %, el 14 de Setiembre del 24 al 22 % y el 3 de Octubre del 22 al 20 %.

Rebaja de la tasa de descuento y facilidades para el descuento y compra de títulos gubernamentales.

En los primeros meses del año 1942 la tasa de descuen-

to de obligaciones de los bancos miembros con garantías colaterales de títulos gubernamentales y otros papeles elegibles, fué establecida, para todos los Bancos de la Reserva Federal, en el tipo uniforme del uno por ciento. Con anterioridad esta tasa estaba vigente en algunos bancos. Las tasas sobre adelantos garantidos con obligaciones directas del gobierno de los Estados Unidos a los bancos no miembros del Sistema también fué uniformada al uno por ciento. En Octubre todos los Bancos de la Reserva Federal rebajaron al $\frac{1}{2}$ % la tasa sobre adelantos a los bancos miembros, garantidos con obligaciones del gobierno central que vencieran o fueran redimibles dentro de un año o menos. La tasa sobre adelantos a los bancos miembros, garantidos con otras obligaciones del Gobierno de los Estados Unidos, continuó al uno por ciento. La tasa del descuento para adelantos con garantías colaterales de otros papeles aceptables fué rebajada al uno y medio por ciento.

Como se ve, las tasas de descuento se han establecido a tipos muy bajos, pero los bancos no han hecho uso de esas facilidades porque han continuado con reservas excedentes y, en ciertos momentos, han hecho frente a los déficits temporales vendiendo a los Bancos de la Reserva Letras del Tesoro u otros títulos gubernamentales, por cuya razón, continuaron pequeños los montos de las operaciones de descuento. Pero esta política tiene como finalidad animar a los bancos a hacer un uso amplísimo de las reservas excedentes en la adquisición de títulos gubernamentales de corto plazo, sobre todo a los bancos situados fuera de los centros financieros, al asegurarles otro medio fácil, rápido y barato con que hacer frente a los déficits temporales en sus reservas. En gran parte la finalidad se ha conseguido, ya que, de los 15.000 millones de Certificados de Deuda y Letras del Tesoro con vencimiento dentro de un año, mantenidos en circulación en 1942, una porción sustancial fué adquirida por los bancos.

En los puntos 1º. y 3º. de la declaración conjunta del

Comptroller of the Currency, Federal Deposit Insurance Corporation, Board of Governors of the Federal Reserve System y el Executive Committee of the National Association of Supervisors of State Banks, con referencia a la política de examen y supervisión bancarias, se hacía conocer a los bancos que dicha política no será dirigida a desalentarlos en su acción de hacer inversiones en títulos gubernamentales de todos los tipos, excepto aquéllos que de conformidad a los términos de su emisión no son elegibles como inversiones bancarias, y que no serían pasibles de críticas por la utilización de los fondos inactivos, en la medida posible, en inversiones y préstamos, ni tampoco por el empleo de las inversiones y préstamos para conseguir de los Bancos de la Reserva Federal las sumas que fueran necesarias para restablecer sus reservas en los porcentajes exigidos.

A fin de facilitar en todo lo posible el financiamiento de los gastos haciendo uso amplio de las reservas bancarias y atrayendo fondos ociosos de otros tenedores, el Federal Open Market Committee dictó el 30 de Abril una importante medida por sus repercusiones inmediatas y mediatas, que más tarde completó con otra. En la fecha citada resolvió que todos los Bancos de la Reserva comprarían todas las Letras del Tesoro que se le ofrecieron a una tasa fija del $\frac{3}{8}$ % anual, y el 28 de septiembre resolvió que los vendedores originales de tales letras podían hacer la operación con una cláusula por la cual los Bancos de la Reserva se obligaban, a pedido del vendedor y antes del vencimiento de las letras, a venderle un monto igual de títulos del mismo vencimiento y a la misma tasa de descuento del $\frac{3}{8}$ % anual.

Estas medidas, al estabilizar el precio de las Letras del Tesoro y constituir al Sistema de la Reserva en un comprador inmediato de cualquier monto de ellas, con la cláusula optativa de la reventa a la misma tasa, hacía a las letras

equivalentes a efectivo y la mejor inversión de fondos ociosos que en cualquier momento podían destinarse a otros fines.

Canalización del crédito bancario hacia la producción de guerra.

Durante el año creció el monto de los créditos bancarios destinados a la producción de guerra en cerca de 1.700 millones de dólares al mismo tiempo que los créditos para otras finalidades decrecían en cerca de 4.000 millones; en total el monto de los créditos decreció alrededor de 2.000 millones. El crecimiento anotado en los créditos con finalidades de producción de guerra se facilitó por la Orden Ejecutiva Presidencial del 26 de marzo que establece la garantía gubernamental en tales préstamos. El War y el Navy Department y la United States Maritime Commission fueron autorizados para otorgar garantías por los préstamos acordados a contratistas y subcontratistas para producciones de guerra y el Sistema de la Reserva Federal fué autorizado a actuar como agente de los garantes. El Consejo de Gobernadores poniendo en ejecución las previsiones de la orden presidencial dictó la "Regulation V" el 6 de Abril y allí prescribe las reglas generales para gobierno de los Bancos de la Reserva en el manejo de las garantías. El campo de actividad de los Bancos de la Reserva se limita al análisis de la integridad financiera del solicitante, determinación del mejor tipo de financiación en los distintos casos y preparación de la documentación necesaria. Hace notar el Consejo que esta política de garantías hizo aprovechables importantes posibilidades de producción existentes, que de otro modo hubieran permanecido ociosas.

"Flexibilización" de las normas bancarias y criterios de juzgamiento de créditos acordados para adquisición de títulos.

Otra medida tendiente a animar y facilitar la adquisi-

ción de títulos gubernamentales fué la declaración conjunta de los tres organismos de que se hizo mención más arriba, en cuyo punto segundo se estableció que los bancos no serían criticados por hacer préstamos como anticipos de réditos, a personas que desearan utilizarlos para aumentar sus suscripciones de tales títulos, siempre que los préstamos fueran de corto plazo o de amortización cuyo plazo total de pago no excediera de los seis meses.

Modificación de la "Regulation W".

A fin de reducir en parte las consecuencias inflacionarias del crecimiento de la renta monetaria frente a un volumen decreciente de mercaderías para el uso y consumo civil, el Board of Governors modificó en parte la "Regulation W" ampliando las restricciones en las compras de artículos ya incluidos en la lista, incluyendo nuevos artículos y abarcando otras formas de compra.

El 23 de Marzo disminuyó de 18 a 15 meses el plazo máximo de pago en compras por mensualidades y el 6 de Marzo redujo a 12 este plazo. Al mismo tiempo elevó del 15 % y 20 % al 33 ½ % el importe al contado exigido en la adquisición de muchos artículos abarcados por la lista y del 10 % al 20 % para otros. En los préstamos pagaderos por mensualidades o de pago único, dedicados a la compra de artículos cubiertos por la "Regulation W", también redujo el plazo a 12 ó 6 meses, según los casos, e incluyó las ventas en cuenta corriente, cuyos saldos deudores deben cubrirse antes del décimo día del mes subsiguiente al del cargo por la compra.

En algunos artículos la reglamentación fué menos estricta, sobre todo en aquellos que las autoridades tenían interés que los civiles usaran en reemplazo de los que acostumbraban, para dejar a éstos libres para propósitos bélicos; por

ejemplo, se alivió de restricciones a la compra de materiales necesarios para reemplazar los hornos quemadores de petróleo y derivados por otros que usaran carbón.

Hace notar la Memoria que la deuda por artículos de uso y consumo civil ha declinado grandemente desde el Otoño de 1941, en que alcanzó su máximo de 9.700 millones, a fines de 1942, en que se calcula en 6.100 millones de dólares. Esta baja de 3.600 millones no debe ser atribuída únicamente a la aplicación de la "Regulation W" porque también han contribuído a la declinación la falta de mercaderías disponibles para la adquisición, el crecimiento de los salarios y réditos de agricultores que ha puesto a la gente en condiciones de adquirir al contado artículos que antes acostumbraba adquirir a crédito, o pagar a corto plazo cuando recurría al uso del crédito, y a factores imponderables tales como las admoniciones presidenciales aconsejando el pago de las deudas y las campañas de la prensa complementando la acción de las autoridades.

Reducción de las facilidades de crédito para propósitos no productivos y normas para reducir el plazo de pago de créditos ya concedidos.

Las autoridades de la Reserva Federal, el Comptroller of the Currency y el Federal Deposit Insurance Corporation, aconsejaron a los bancos reducir el volumen de los préstamos hechos con propósitos no productivos. A este respecto dieron una declaración conjunta en donde manifestaban que como buena práctica bancaria se había aceptado en los últimos años el principio de la amortización de las deudas. Este principio incorporado a la "Regulation W" debía ser hecho efectivo también en el campo que no alcanzaba la reglamentación y especialmente en los préstamos de pago único, hechos con propósitos no productivos. Decía también la declaración que los

inspectores de las respectivas agencias gubernamentales tenían instrucciones de prestar especial atención en el curso de sus exámenes a las deudas individuales y determinar si éstas estaban siendo reducidas o si era factible establecer un plan para ser reducidas o ser objeto de amortizaciones. Igualmente los inspectores debían dedicar parte de su informe al examen de la extensión en que los bancos cooperaban en el propósito de reducir las deudas personales con finalidades no productivas.

También se aconsejó la reducción de los créditos concedidos para financiar la acumulación de stocks de mercaderías de consumo civil, con excepción de las situaciones especiales referidas a la acumulación de combustibles o mercaderías no vendibles por órdenes especiales o de racionamiento.

Papel de las autoridades en la prevención de la inflación.

La Memoria dedica un capítulo interesante destinado a demostrar la conveniencia de tratar de financiar los gastos gubernamentales, en la parte no cubierta con impuestos, con empréstitos colocados fuera de los bancos.

Plantea la hipótesis de que los bancos sigan adquiriendo títulos en la misma proporción que en el pasado (casi el 50 % de lo emitido) en cuyo caso las tenencias en 1943 y 1944 aumentarían de 30 a 35 mil millones de dólares y en su mérito, la moneda más los depósitos sumarían 160 mil millones de dólares. Si se mantiene la actual relación de moneda y depósitos a renta nacional, ésta deberá alcanzar a 225 mil millones. Pero la renta nacional, de acuerdo a las estimaciones máximas sobre la base de los recursos disponibles y sin una general alza de precios, no puede pasar de 150 mil millones. Queda en esa hipótesis, un excedente de 75 mil millones que representaría inflación.

Plantea otra hipótesis: si toda la renta creada por los

gastos gubernamentales, deducción hecha de lo necesario para los gastos para vivir, fuera utilizada en adquirir títulos destinados a financiar la guerra, se llegaría a la creación de depósitos en un monto necesario para el financiamiento de 150 mil millones de renta nacional. La moneda y depósitos alcanzarían a 108 mil millones. Si esto sucediera no habría presión inflacionaria.

Volviendo a la primera hipótesis, los bancos, para adquirir los títulos, necesitan ser provistos de reservas o que las exigencias de reservas sean reducidas, o ambos expedientes combinados.

Refiriendo la hipótesis a la cartera de títulos gubernamentales del Sistema de la Reserva, pueden plantearse tres casos: 1º.) que las necesidades de efectivo para afrontar el crecimiento de los retiros de dinero y la expansión de depósitos sean llenadas con la reducción de las reservas legales; en tal caso la cartera de los Bancos de la Reserva se mantendría en su nivel actual de 6.188 millones; 2º.) Que las necesidades de reservas por el crecimiento de depósitos sean satisfechas con reducción en las reservas requeridas, y que a las extracciones de efectivo, que se calculan en unos 6.000 millones anuales, se les haga frente con moneda puesta en circulación por medio de operaciones de mercado abierto; en este caso la cartera de la Reserva Federal a fines de 1943 llegaría a algo más de 12.000 millones y a fines de 1944 a 17.000 millones. 3º.) Que se haga frente a las necesidades de reservas por extracciones y crecimiento de depósitos con adquisiciones de títulos en mercado abierto; en este caso la cartera alcanzaría a cerca de 16.000 millones a fines de 1943 y a 26.000 millones a fines de 1944.

Siempre en la primera hipótesis y mirada ahora desde el lado de los bancos comerciales, si se hiciera frente a las extracciones y crecimiento de depósitos con disminuciones de las reservas legales se llegaría a fines de 1944 a la anulación

de las reservas; éstas habrían caído a cero mientras los depósitos habrían alcanzado a 130 mil millones.

El Consejo hace notar que las cifras citadas provienen de supuestos hipotéticos y no son previsiones, pero sí indican la magnitud y complejidad de los problemas que deben enfrentar las autoridades monetarias en un futuro inmediato.

Cuadro demostrativo de la distribución de los títulos gubernamentales según la categoría de los inversores (en miles de millones).

La distribución es la siguiente:

	Tenencias al 31		Crecimiento en 1942
	de Dichre. 1942	1941	
Bancos Comerciales	41.3	21.8	19.5
Bancos de la Reserva Federal	6.2	2.3	3.9
Bancos Mutuales de Ahorro	4.6	3.7	0.9
Compañías de Seguro	11.0	8.0	3.0
Otros grupos inversores			
Emisiones comerciables	15.2	10.0	5.2
Emisiones no comerciables	21.1	8.5	12.6
Agencias Federales y Trust			
Funds			
Emisiones especiales	9.0	7.0	2.0
Emisiones públicas	3.2	2.5	0.7
Totales	111.6	63.8	47.8

Otras reformas a la legislación bancaria.

La Memoria informa de otras reformas a la legislación bancaria, además de las que ya se mencionaron. Son el reordenamiento para la elección de los miembros del Federal Open

Market Committee y sobre los acuerdos de préstamos y pagos de dividendos cuando las reservas son insuficientes. El Federal Open Market Committee está formado por los Board of Governors y 5 representantes de los Bancos de la Reserva. En el futuro los 5 representantes serán elegidos por grupos de bancos como sigue: 1 por Nueva York; y uno por cada grupo compuesto así: Boston, Philadelphia y Richmond; Cleveland y Chicago; Atlanta, Dallas y St. Louis; y Minneapolis, Kansas City y San Francisco. Esta reforma establece que nadie, con excepción de un presidente o de un primer vice presidente de un Banco de la Reserva Federal puede representar a los Bancos de la Reserva Federal en el Committee.

Por la segunda reforma se ha dejado sin efecto la prohibición a los bancos miembros de conceder nuevos préstamos o pagar dividendos cuando sus reservas fueran inferiores a las exigidas legalmente.

No debemos terminar la tarea sin señalar el cambio en la política de las autoridades monetarias de los Estados Unidos de Norte América que, impuesto por las actuales circunstancias, tendrá sus repercusiones cuando éstas cambien. Nos referimos a la consideración especial prestada a los títulos gubernamentales.

En Setiembre de 1939, con motivo de la apertura de las hostilidades en Europa, el Board declaró que estaba dispuesto a hacer adelantos sobre títulos gubernamentales *a la par* y a la tasa establecida para los bancos miembros, a éstos y a los no miembros. Esta medida fué tomada como complemento de otra del Federal Open Market Committee que autorizaba a hacer cambios en la cuenta del Sistema adquiriendo títulos. Ambas lo fueron con el propósito de prevenir violentas oscilaciones en los precios de los valores del gobierno, oscilaciones que tuvieran su origen en factores psicológicos o

especulativos. Decía al respecto, que el Sistema no tenía la obligación ni el poder de asegurar ningún nivel de precios ni rendimientos en los títulos gubernamentales, pero, que había sido su política evitar aquellas violentas fluctuaciones, y agregaba que los precios de los títulos, incluyendo los del gobierno, debían ajustarse a los cambios en las tasas de interés a largo plazo y, en consecuencia, subas o bajas en los precios de tales títulos, que provinieran de las condiciones fundamentales del crédito, no debían ser contrariados por el Sistema.

Animaba su política la finalidad de que manteniendo *condiciones de orden* en el mercado podía ejercer una influencia estabilizadora en el mercado de capitales, cuya desorganización podría ser un obstáculo serio en el progreso de la recuperación económica; y con respecto a los bancos, manifestaba que si bien no garantía un precio corriente a los títulos, que los pusiera a cubierto de pérdidas o les asegurara un provecho esperado, *tenía cierta responsabilidad en evitar amplias fluctuaciones en las carteras* de aquéllos, que provinieran de violentas fluctuaciones en los precios, más aún cuando por declinación en otros activos bancarios que usaban para ajustar sus posiciones en efectivo, los bancos empleaban los títulos gubernamentales con ese objeto (1).

El Consejo Federal Consultivo declaraba en Octubre de 1939 que reconocía la necesidad de tomar medidas en circunstancias extraordinarias tendientes a mantener condiciones de orden en el mercado de títulos gubernamentales, pero que *también pensaba que debía permitirse a ese mercado encontrar su nivel natural, libre de intervención oficial*, tan rápidamente como fuera posible. Que las operaciones del Federal Open Market Committee en el mantenimiento de un mercado ordenado naturalmente no debían ser influenciadas por *su juicio de lo que debería ser un nivel de precios propio*, sino que

(1) Annual Report-Board of Governors, 1939. Pág. 5.

el nivel debía ser el resultado de operaciones generales emergentes de la espontaneidad normal de compradores y vendedores. Tampoco debían ser influidas por ninguna consideración de mantener o extender la anterior política de moneda extremadamente barata (2).

La política iniciada en 1939 fué continuada en 1940, sirviendo la finalidad de mantener condiciones de orden en el mercado de capitales (3), es decir, sin afectar las variaciones naturales en los cursos de los títulos.

Pero en 1941, como consecuencia de la guerra con Japón, la política cambia de objetivo y el Sistema anuncia en Diciembre *que está preparado para usar todos sus poderes y asegurar que una amplia oferta de fondos sea disponible en todo momento para financiar el esfuerzo bélico y ejercer su influencia hacia el mantenimiento en el mercado de títulos del Gobierno de los Estados Unidos en condiciones que fueran satisfactorias desde el punto de vista de los requerimientos gubernamentales* (4).

Las medidas tomadas en seguimiento de esta política (compras en el mercado abierto, tasas bajas de descuento sobre títulos a la par, descuento a la par y a la tasa del $\frac{3}{8}$ % sobre Letras de Tesorería con opción a recompra a la misma tasa), *hacen fijos los precios y rendimientos de los títulos*.

En la Memoria de 1942 el Board declara que otro objetivo común con el Treasury es mantener los precios y réditos de las obligaciones gubernamentales *estrechados a los niveles existentes por toda la duración de la guerra*, con el fin de asegurar al Tesoro un mercado *a tasas conocidas de antemano* para que los compradores no difieran sus inversiones (5).

Frente a estos hechos cabe preguntarse: ¿Será posible abandonar esa política una vez finalizada la guerra? ¿Se po-

(2) Annual Report-Board of Governors, 1939. Pág. 80.

(3) Annual Report-Board of Governors, 1940. Pág. 2.

(4) Annual Report-Board of Governors, 1941. Pág. 1.

(5) Annual Report-Board of Governors, 1942. Pág. 9.

drá permitir encontrar el “nivel natural” a los precios y rendimientos de esas obligaciones, libres de la intervención oficial? Las variaciones de las tasas de interés a largo plazo en el mercado de capitales influirán en las variaciones de las del mercado de títulos gubernamentales o éstas dirigirán a aquéllas? Las consideraciones a los bancos comerciales desde el punto de vista de instituciones privadas de lucro seguirán en el futuro? ¿Todas las absorciones de fondos por medio de títulos ayudan a combatir la inflación? ¿Tendrán importancia los títulos gubernamentales en los futuros sistemas monetarios? Todas estas preguntas y otras más surgen y sería de interés poderlas contestar.

Las autoridades políticas en estrecho contacto con las autoridades monetarias levantan ingentes cantidades de fondos de los bancos comerciales y los animan a hacer uso de sus reservas de efectivo en un límite que podría no ser compatible con su estabilidad si la rápida transformación de los títulos en moneda nueva no se hubiera asegurado (6).

Veamos y comparemos los activos productores de los Bancos de la Reserva Federal y de los bancos miembros.

Bancos de la Reserva Federal (7)
(en miles de dólares)

	1939	1940	1941	1942
Letras descontadas	6.765	2.915	2.955	5.571
Adelantos industriales	11.044	7.538	9.504	13.649
Títulos Gubernamentales	2.484.870	2.184.100	2.254.475	6.188.635

(6) En Abril de 1943, por disposición legislativa, se ha eximido a los bancos de mantener reservas contra los depósitos de guerra gubernamentales, provenientes de compra de títulos por los bancos por su propia cuenta o de compras por particulares. Federal Reserve Bulletin. Mayo 1943. Pág. 372.

(7) Cifras tomadas de las memorias de los años citados.

Bancos Miembros (8)

(En miles de dólares)

	1939	1940	1941	1942
Total de Préstamos e Inversiones	33.940.508	37.126.067	43.520.559	59.623.331
Préstamos incluidos descubiertos	13.961.820	15.320.598	18.020.904	16.088.384
Obligaciones directas del Gobierno de E. Unidos	11.184.195	12.337.408	15.706.687	35.006.436
Obligaciones garantidas por el Gobierno de E. Unidos	3.143.960	3.485.538	3.832.035	2.539.753
Obligac. de Estados, corporaciones y agencias no garantidas	3.068.384	3.512.048	3.646.837	2.965.179
Otros	2.582.149	2.470.375	2.314.096	3.023.630

En Porcentajes (Unificando las obligaciones directas y garantidas por el G. de E. U.)

Total Préstamos e Inversiones	100	100	100	100
Préstamos incluidos descubiertos	41.13	41.36	41.40	26.98
Oblig. directas y garantidas por el Gobierno de Estados Unidos	42.21	42.61	44.89	62.97
Obligaciones de Estados, corporaciones agencias no garantidas	9.04	9.45	8.38	4.95
Otros	7.62	6.88	5.33	5.08

De las cifras anteriores surge que en su casi totalidad el activo productor de los Bancos de la Reserva Federal está constituido por títulos gubernamentales y es lógico suponer que su crecimiento en un futuro próximo y limitado, será por nuevas adquisiciones de títulos que deberán hacer para adecuar las reservas bancarias a las exigencias de nuevas adquisiciones de títulos y consiguiente creación de depósitos.

En los Bancos Miembros el crecimiento del activo pro-

(8) Cifras tomadas de las memorias de los años citados.

ductor se ha originado en inversiones en títulos, las cuales frente al total de sus préstamos e inversiones pasan del 42,61 % en 1940 al 62,97 % en 1942. Esta clase de activo seguirá creciendo puesto que en los planes de financiación de 1943 se calcula que los bancos adquirirán 22.000 millones de dólares en títulos (9). Mientras dure la guerra y a mérito de la tendencia anotada los préstamos, incluidos descubiertos, si no decrecen, no crecerán tampoco ni por cerca de las inversiones. Al finalizar la guerra la casi totalidad del activo de los Bancos Miembros estará constituido por títulos gubernamentales.

Volvamos al cuadro de clasificaciones por propietarios de los títulos del gobierno central; incluyendo a los bancos comerciales y a los de la Reserva vemos que los inversores restantes tienen en su poder 64.100 millones de dólares. que en 1943 aumentarán en 48.000 millones, es decir tendrán 112.100 millones a fines del año citado, y mientras dure la guerra seguirán aumentando.

Finalizada la guerra y durante la reconstrucción seguirán las exigencias financieras del Tesoro y las razones para mantener precios y rendimientos conocidos de antemano. Pero supuesto que esas exigencias finalizaran, podrá dejarse libre el curso de los títulos? Ello significaría no descontarlos a la par ni mantener un tipo comprador estable. La sola posibilidad de que eso pudiera ponerse en ejecución haría aprovechable de antemano la facilidad de transformarlos en moneda y se tendría un crecimiento fantástico en el circulante. Y si no se pudieran convertir, el abandono de la política, por las repercusiones psicológicas, originaría una caída catastrófica en los cursos. Y si aún se quisiera dejarlos libres, la baja, aunque fuera pequeña, afectaría la estabilidad de todo el sistema bancario pues las pérdidas serían grandes, a no ser que se estuvieran constituyendo reservas sólidas contra esa eventualidad. Si así no fuera, al afectarse la estabi-

(9) Federal Reserve Bulletin. Mayo 1943. Pág. 372.

lidad de los bancos, los depositantes exigirían la devolución de sus depósitos decretando la quiebra de toda la maquinaria bancaria. No hay para qué insistir en las consecuencias que una baja en los títulos tendría para los bancos mutuales de ahorros, las compañías de seguros e instituciones de beneficencia que tienen una fuerte proporción de su activo en títulos gubernamentales.

Si antes de 1940 el mercado de las obligaciones gubernamentales constituía una parte importante del mercado de capitales y su centro nervioso, y así lo reconoce el Board en su Memoria de 1939, actualmente esa importancia ha crecido en forma por demás acentuada. En consecuencia, de influídos por las tasas de interés a largo plazo se convertirán en influentes de las mismas y la política de estabilización de los cursos seguirá obrando sus efectos en las otras inversiones desviándolas de su cauce natural.

Frente a instituciones que viven de la actividad financiera del Estado, como son los Bancos de la Reserva y los comerciales ya que los primeros sacan y sacarán los segundos *sus provechos principalmente de los títulos gubernamentales*, porque su activo está y estará constituido casi totalmente por ellos y su habilidad para hacer frente a sus obligaciones dependerá del obrar del Estado, frente a esto, digo, no podrán seguir en pié criterios que sostienen la libertad de actuación de tales instituciones y la menor intervención posible de ese deudor especial, armado de poderes de los que puede hacer uso unilateralmente, que se nutre de los bancos y a su vez los posibilita para vivir en forma fácil. Los criterios para una estructuración legal futura del sistema bancario, tendrán en cuenta estos hechos importantes, pues no debe perderse de vista que el crecimiento del activo productor no es un hecho de los bancos ni envuelve para ellos un riesgo, toda vez que se ha construido en la promesa de las autoridades de cambiar el activo de los bancos por nuevo efectivo, sin riesgo, por

cuanto el precio se mantiene, cuando ellos lo pidan. La situación bancaria ha cambiado. Antes, los bancos, frente a sus obligaciones, construían un activo riesgoso respaldado principalmente con bienes de deudores individualizables particularmente; ahora, frente a sus obligaciones hay un activo sin riesgos, por la promesa oficial, respaldado con los bienes de toda la nación. Ambas posiciones no pueden ser medidas con el mismo cartabón.

El mantener precios fijos de los títulos y la facilidad de convertirlos en efectivo como aliciente para que los tenedores de saldos inactivos los inviertan, en lugar de recurrir a crear moneda nueva, no tiene efectos antiinflacionistas por dos razones: 1.º) porque convierte moneda inactiva en moneda activa y 2.º) porque no impide al inversor su utilización como medio de compra ya que si antes mantenía saldos ociosos para invertirlos en otra oportunidad, ahora su situación no ha cambiado porque llegada esa oportunidad puede convertirlos en efectivo y utilizarlos. Y si ha entrado en la conciencia del público que los títulos fácilmente convertibles son iguales a la moneda, ni siquiera tiene la necesidad de convertirlos, puede utilizarlos a ellos mismos como medio de adquisición. Cuando se haga ese estado de conciencia, y no es imposible que suceda, los títulos se incorporarán de inmediato a la circulación aumentando la masa monetaria, se incorporarán como medios de pagos, distintos a la moneda que quisieron anular, solamente en que su velocidad de circulación será menor.

La nueva política monetaria del Sistema de la Reserva ha significado la introducción en forma amplísima de otro instrumento originador de billetes en el sistema de emisión; antes, sólo se emitía contra oro y documentos comerciales y en medida limitadísima contra títulos; hoy los segundos han sido casi totalmente desplazados y adquieren una significación creciente los últimos.

Pero esta en contra del criterio ortodoxo en la materia que sostiene que el cambio significa regular la emisión atendiendo más a consideraciones de las necesidades financieras que a las necesidades reales de la producción y comercio. Recordamos al efecto las prevenciones con que nuestro Banco Central (de la República Argentina) recibió la emisión de títulos destinada a cubrir la deuda al Banco de la Nación Argentina de la Junta Reguladora de Granos que pueden dar origen a nuevos medios de pagos.

Pero frente a los hechos que se imponen con su cruda realidad no pueden mantenerse los criterios ortodoxos fundados en la interpretación puntillosa de las teorías y por ello en el ordenamiento monetario del futuro los títulos gubernamentales jugarán un papel importante como instrumentos de emisión.

R. CARRANZA PÉREZ