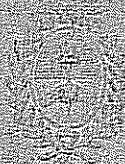


BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

MEMORIA ANUAL

CUARTO EJERCICIO

1938



BUENOS AIRES

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

MEMORIA ANUAL

CUARTO EJERCICIO

1938

Sometida por el H. Directorio a la aprobación de la Asamblea de Bancos Accionistas, de acuerdo con lo prescripto en el Art. 20 de la Ley 12.155.

BUENOS AIRES
Imp. Luis L. Gotelli
1939

CONTENIDO

	<u>Pag.</u>
I. INTRODUCCIÓN	1
II. EL CICLO ECONÓMICO Y LA POLÍTICA MONETARIA	5
1. Elementos típicos de nuestro ciclo económico. - 2. Medios de pago e importaciones. - 3. Trastornos debidos a la expansión del crédito. - 4. El crédito bancario normal. - 5. Inmovilizaciones transitorias del crédito normal. - 6. Diferencia entre crédito y ahorro. - 7. El ciclo y los trastornos monetarios.	
III. LA ABSORCIÓN MONETARIA Y EL PROBLEMA CÍCLICO	19
1. La absorción de fondos bancarios. - 2. Estimulo de la actividad económica interna. - 3. La absorción de poder adquisitivo. - 4. Atenuación de las fluctuaciones cíclicas.	
IV. OPERACIONES EN TÍTULOS Y OTROS VALORES	29
1. Absorción de fondos públicos en 1938. - 2. La Comisión de Valores. - 3. Plan de emisiones en 1938. - 4. Colocación de títulos nacionales. - 5. Colocación de otros fondos públicos. - 6. Operaciones con Letras de Tesorería de la Nación. - 7. Certificados de Participación en los Bonos Consolidados y de Custodia de Oro y Divisas.	
V. OTRAS ACTIVIDADES DEL BANCO	39
1. Operaciones de cambio. - 2. Inspección de Bancos. - 3. Moneda subsidiaria. - 4. Adelantos transitorios al Gobierno Nacional.	
VI. RESULTADOS DEL EJERCICIO Y DIVERSOS	47
1. Beneficios del año. - 2. Reservas. - 3. Local del Banco. - 4. Asistencia al personal. - 5. Renovación de Directorio.	
VII. BALANCE, CUADROS Y GRÁFICOS	53
INFORME DEL SÍNDICO	63

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

DIRECTORIO

Presidente:

ERNESTO BOSCH

Vice-Presidente:

JOSÉ EVARISTO URIBURU

Directores:

COSME MASSINI EZCURRA, *por el Poder Ejecutivo Nacional.*

JORGE A. SANTAMARINA, *por el Banco de la Nación Argentina.*

SATURNINO LLORENTE TORROBA, *por el Banco de la Provincia de Buenos Aires y demás bancos provinciales y mixtos.*

JUAN BALBI, ENRIQUE BECQUEREL Y EDUARDO GRANÉ, *por los bancos nacionales.*

LEO D. WELCH Y JUAN WELSH, *por los bancos extranjeros.*

CARLOS BOERO ROMANO, VICENTE R. CASARES, PABLO F. PERLENDER Y ROBERTO W. ROBERTS, *por los bancos accionistas en conjunto, atendiendo a su carácter de agricultor, ganadero, comerciante e industrial, respectivamente.*

Secretario:

LUIS F. BENGOLEA

I. INTRODUCCION

Según acontece en épocas similares de declinación cíclica, nuestras cuentas internacionales cerraron con sensible déficit en 1938. Fué necesario, pues, emplear intensamente las tenencias de oro y cambio extranjero del Fondo de Divisas, que así cumplieron la función específica a la cual habían sido destinadas.

Iniciado el desequilibrio a mediados de 1937 por el éxodo de capitales flotantes, prosiguió luego mientras caían las exportaciones y se mantenían las importaciones sobre alto nivel. El déficit del balance de pagos creció en esta forma a m\$.n. 582 millones en 1938, de los cuales m\$.n. 313 millones correspondieron al mercado oficial y m\$.n. 269 millones al mercado libre ⁽¹⁾.

Para liquidar este saldo negativo fué preciso disponer de m\$.n. 461 millones de oro y divisas del Fondo, más los m\$.n. 121 millones provenientes de los préstamos exteriores tomados por el Gobierno Nacional.

Y todo este considerable desplazamiento de cambio extranjero logró realizarse sin sugerir aprensión alguna en el público, que, tanto aquí como en otras partes, acostumbra recibir el metálico con un optimismo tan exagerado como el desasosiego que infunde su emigración.

Tal resultado viene así a justificar la práctica que se ha seguido en tiempo oportuno de transformar las divisas en oro y dejarlo depositado en custodia en grandes centros del exterior, salvo el metálico perteneciente al Fondo de Divisas que el Gobierno Nacional decidió traer al país en 1937 por un equivalente de

(1) Esta última cifra ha sido calculada a razón de m\$.n. 15 por libra esterlina, para sumarse a la segunda. Salvo indicación en contrario, todas las cifras de cambio se presentarán según el tipo citado.

m\$.n. 202 millones. Y ello no sólo por la economía que significa no mover físicamente el metal, sino principalmente por facilitarse de este modo su pronta y libre disposición con el mínimo de repercusiones psicológicas.

Esta experiencia deja por lo demás una enseñanza que la opinión pública sabrá recoger. A pesar de esas extracciones, nuestras reservas monetarias siguen siendo considerables. Su utilidad estriba precisamente en saberlas usar en momento adecuado, tratando, sin embargo, de actuar cuanto antes sobre las causas del desequilibrio perturbador.

A poco que se reflexione en los hechos que van ocurriendo, se nota, unida a la intervención de nuevos factores, la presencia inequívoca de aquellos mismos elementos que imprimen su característica configuración ondulatoria al movimiento económico argentino. La realidad se nos presenta en una continua sucesión de tiempos prósperos y adversos que entrañan un significado fundamental para la determinación de la política monetaria, lo mismo que de la política financiera.

Por más que no se sepa cómo, ni bajo cuál forma, ni en qué momento preciso ha de sobrevenir la reacción cíclica después de las épocas de bonanza, el saber que vendrá ineludiblemente es suficiente para aconsejarnos tomar a tiempo las medidas que propendan a moderar la amplitud de la oscilación o atenuar sus consecuencias económicas y sociales.

Sin embargo, si aquellos elementos típicos determinan el proceso cíclico ahora como en pasadas experiencias de este siglo y del anterior, han sucedido mientras tanto profundos cambios estructurales en la economía mundial, y se ha modificado substancialmente la política económica interna e internacional de los principales países del mundo. El movimiento cíclico continúa desarrollándose, pero bajo condiciones económicas y políticas muy distintas, que influyen poderosamente sobre la intensidad y duración del fenómeno y sobre la índole, el alcance y la gravedad de sus derivaciones.

Si todo ello complica e impone nuevas exigencias a la política monetaria, no la substraer de la necesidad de apoyarse en la experiencia cíclica. En anteriores memorias lo hemos reconocido implícitamente, como cuando decíamos en la correspondiente al ejercicio de 1936 que "en las fases ascendentes de la actividad económica, el optimismo exagerado suele incubar los

gérmenes de futuras perturbaciones". Se encontraba el país, cabalmente, en un movimiento de ascenso; y creíamos oportuno recordar que ellos eran "por lo general de duración limitada", y añadir que no debía "malograrse, entonces, la oportunidad que ofrecen para reparar las consecuencias de pasados males y acumular reservas para los tiempos difíciles cuyo retorno es prudente prever".

En la presente Memoria tendremos que discurrir nuevamente sobre política monetaria con referencia a estos hechos de periódica ocurrencia. No parecerá, por tanto, fuera de lugar y oportunidad el exponer brevemente los elementos típicos del ciclo económico argentino y los trastornos monetarios que suelen acaecer en su desenvolvimiento. Nuestro fenómeno es desde luego distinto de los que ocurren en los grandes países industriales y acreedores, y mal podría proyectarse sobre él la luz de una experiencia que no es nuestra. Hay pues que buscar la explicación en el examen de los hechos que nos son propios, y a ello consagraremos el siguiente capítulo.

II. EL CICLO ECONOMICO Y LA POLITICA MONETARIA

I. ELEMENTOS TÍPICOS DE NUESTRO CICLO ECONÓMICO

No entra, por supuesto, dentro de los propósitos de este capítulo el estudio académico del ciclo económico argentino. Hemos de limitarnos a explicar brevemente la forma en que se desarrolla, según lo enseñan la experiencia de otras épocas y los acontecimientos ocurridos bajo nuestra propia y directa observación, y referir antecedentes que, no obstante ser de conocimiento común, ayudan a interpretar con mejor perspectiva los hechos que se exponen más adelante en esta Memoria, y a plantear con claridad los objetivos de nuestra política monetaria.

Como país agrario y campo de inversión de capitales extranjeros, en el desarrollo de nuestros movimientos ondulatorios prevalecen, por un lado, las variaciones del volumen físico de la producción del suelo, sus precios y el grado de absorción de los productos en el mercado internacional, y por otro, la mayor o menor afluencia de estos capitales extranjeros. Aparte de las alternativas de la producción rural, sujetas desde luego a las contingencias meteorológicas, los otros elementos que acabamos de señalar mantienen estrecha relación con los fenómenos cíclicos exteriores que así se reflejan sobre el ciclo económico argentino.

La intensidad y duración de nuestros ciclos no sólo dependen de la fuerza aislada de cada uno de esos factores, sino también de la forma y oportunidad con que se yuxtaponen sumando su acción o neutralizándose entre sí en grado variable.

Las primeras manifestaciones de la fase ascendente aparecen, pues, en el balance de pagos. El aumento de la exportación o la mayor inversión de capitales extranjeros, o ambos elementos a la vez, provocan un saldo positivo que repercute de inmediato en la situación monetaria interna. El proceso es muy simple. Ese sal-

do positivo se traduce en una oferta de divisas superior a la demanda. Los bancos adquieren el excedente y acreditan o depositan su importe en moneda nacional en las cuentas corrientes de los vendedores. A su vez, dichos bancos transfieren por lo general ese excedente de divisas al Banco Central, quien les acredita del mismo modo el equivalente en sus cuentas de efectivo, creando así nuevos fondos bancarios ⁽¹⁾, y mantiene esas divisas como tales, o transformadas en oro, a la espera de la oportunidad para emplearlas.

Anótese ahora esta primera conclusión: el saldo positivo de las cuentas internacionales se manifiesta en seguida en una dilatación equivalente de los medios de pago del público, en forma de depósitos corrientes y del efectivo de los bancos depositado en el Banco Central.

El aumento de los medios de pago se distribuye primeramente entre los sectores de la población favorecidos en forma directa por el incremento de la exportación o de la inversión de capitales y acrecienta así en grado equivalente la cantidad de poder adquisitivo de estos sectores. Aumenta pues la demanda general de mercaderías y servicios; y las importaciones, que en nuestro país son muy sensibles, se sienten aguijadas muy prontamente.

2. MEDIOS DE PAGO E IMPORTACIONES

Las importaciones tienden en verdad a crecer en estrecha relación con el incremento de los medios de pago. No parecería así a simple vista si sólo una parte de lo que se consume proviene del exterior y la industria local abastece una proporción creciente de la demanda general. Pero un análisis más detenido comprueba el aserto. Supóngase, para tomar un ejemplo de extrema simplicidad, que en el conjunto de las mercaderías y servicios que consume la población, apenas el 20% esté formado por las importaciones; supóngase, además, que el aumento de los medios de pago sea de m\$.n. 300 millones y que esta cantidad se gaste íntegra-

(1) Bajo el régimen de la Caja de Conversión el juego era idéntico: sólo que los bancos en vez de vender divisas le entregaban oro, y que la Caja en lugar de acreditarles su importe les pagaba con billetes. Los efectos monetarios son exactamente iguales.

mente por quienes la reciben. De acuerdo con ese por ciento, m\$.n. 60 millones del incremento de la demanda corresponderían a la importación. Los m\$.n. 240 millones restantes serían satisfechos por la producción de mercaderías y servicios locales, que vendría en esta forma a recibir esa cantidad adicional de poder adquisitivo. Suponiendo ahora que de estos m\$.n. 240 millones se gaste también el 20% en artículos del exterior (y podríamos variar el por ciento sin alterar la conclusión final), la importación crecería en m\$.n. 48 millones más cancelando una cantidad equivalente de medios de pago. Los m\$.n. 192 millones restantes de estos últimos constituirían a su vez nuevo poder adquisitivo en las manos a que llegan. Y así, continuando el razonamiento, veríamos cómo al pasar de mano se amplían los efectos de la masa originaria de poder adquisitivo que se puso en circulación. En cada etapa del proceso una parte del poder adquisitivo que se transfiere se dedica a la importación, la cual va creciendo sucesivamente y aproximándose en esta forma a un valor equivalente a los m\$.n. 300 millones iniciales.

Se trata de un ejemplo muy esquemático en donde se ha considerado que la producción local de mercaderías y servicios es susceptible de expandirse considerablemente, como sucede en casos de intensa desocupación. Si así no fuera y la demanda adicional no pudiera ser satisfecha por las actividades locales, el poder de compra adicional iría más fácil y prontamente a la importación, con un menor número de transferencias de mano en mano, o en otros términos, con un menor estímulo de las transacciones internas ⁽¹⁾.

Hubiéramos excusado esta explicación si ella, además de dilucidar un punto importante, no nos permitiese luego señalar las

(1) La intervención de las múltiples variables que complican todo problema económico real trastornan las relaciones numéricas del ejemplo. Si el nuevo poder adquisitivo se ahorra en vez de gastarse, será tanto menor el crecimiento de la importación. Las variaciones en la velocidad de circulación del dinero alteran también el desarrollo del fenómeno, así como el crecimiento en las necesidades monetarias del público. En este sentido, la aproximación a los m\$.n. 300 millones de importación del ejemplo citado sería tanto mayor cuanto menor fuese la cantidad de dinero retenida de etapa en etapa por incremento en dichas necesidades monetarias. Por otro lado, si el aumento de los medios de pago obedece a la inversión de capitales extranjeros, aumentan los servicios financieros a girar al exterior y en la medida en que ello ocurre se cancela una cantidad correspondiente de poder adquisitivo y crecen con menos fuerza las importaciones. Y de este modo el ejemplo podría complicarse al infinito.

consecuencias de la expansión del crédito sobre el balance de pagos, punto cuyo pleno reconocimiento es de cardinal importancia para la política monetaria argentina. Además, la simple reflexión en el caso planteado nos lleva a discernir la diferente posición en que los distintos países se encuentran frente a la política que suele preconizarse de aumentar artificialmente la cantidad de medios de pago para estimular la actividad económica interna. Allí donde las importaciones sólo constituyen una parte pequeña del consumo nacional, los efectos perturbadores sobre el balance de pagos son por supuesto menos serios que en países como el nuestro, donde aquéllas forman parte importantísima de lo que su población y sus industrias requieren.

Al crecer las importaciones en virtud de su íntimo enlace con los medios de pago, tienden a expelerse el oro y las divisas que habían entrado anteriormente en el país por el saldo positivo de las cuentas internacionales, y a cancelarse en esta forma los correspondientes medios de pago. No hay en todo ello trastornos monetarios de ninguna suerte, si bien la fluctuación resultante en la actividad económica trae consecuencias de otra índole que consideraremos más adelante.

3. TRASTORNOS DEBIDOS A LA EXPANSIÓN DEL CRÉDITO

Los trastornos monetarios del ciclo sobrevienen, en realidad, cuando por la expansión del crédito se crea nuevo medio circulante que se agrega al que resulta del balance positivo de pagos.

Véase ahora cómo suele ocurrir esta perturbación, tan frecuente en nuestra historia monetaria. Cuando de acuerdo con el mecanismo que se ha expuesto los bancos traspasan al instituto emisor (llámese Caja de Conversión o Banco Central) el excedente de oro o de divisas que compraron, aumentan en cantidad equivalente el efectivo de sus arcas. Cada banco, como es natural, trata de aprovechar este aumento para acrecentar sus operaciones de préstamos, sobre todo si la proporción anterior de su efectivo con respecto a sus depósitos se mantenía en un nivel satisfactorio. A este respecto es un hecho bien conocido y muy fácil de explicar que los bancos, en virtud de la expansión del crédito, pueden crear una masa adicional de depósitos corrientes dos, tres o más veces mayor que el nuevo efectivo que reciben, según las circunstancias y el distinto grado de prudencia que los mueve.

Como quiera que ello sea, los medios de pago que así se lanzan al mercado surten los mismos efectos que los provenientes del ingreso de oro y divisas. Pero mientras el crecimiento de las importaciones que estos últimos provocan encuentra para su correspondiente pago esas mismas divisas, las importaciones estimuladas por el medio circulante creado por los nuevos préstamos, deben ser abonadas con las reservas metálicas preexistentes en el instituto monetario.

Aquí radica el carácter esencialmente perturbador de esta suerte de expansión del crédito. En efecto, las importaciones sobrecrecidas en esta forma, desequilibran el balance de pagos y provocan una presión de la demanda sobre la oferta de cambios tanto más fuerte cuanto mayor haya sido la dilatación de los préstamos. Es necesario desprenderse de metálico o de divisas para colmar la diferencia, y si los medios de pago, no obstante estos síntomas inequívocos de su redundancia, se continúan creando con nuevos aumentos en los préstamos, la progresiva disminución de las tenencias de oro y la contracción paralela del efectivo de los bancos no tardan en forzar al país al abandono del patrón oro o a una más fuerte depreciación de la moneda si ya ha sido abandonado, como más de una vez lo han demostrado graves acontecimientos de nuestra historia monetaria. Por donde se verifica también entre nosotros aquel viejo principio según el cual los medios de pago redundantes — y en este caso lo son — tienden a expeler las reservas monetarias del país. La depreciación se acentúa luego en tanto prosigue la emisión de depósitos corrientes por la vía crediticia, que es esencialmente igual en sus efectos a la emisión de billetes ⁽¹⁾.

Así ocurren, pues, los trastornos monetarios en nuestro ciclo económico, que pueden derivar hacia una crisis aguda. Tales trastornos no son inherentes al proceso del ciclo, si bien le acompañan con gran frecuencia por la reacción natural y espontánea de los bancos ante el aumento de sus efectivos.

Es ésta, por cierto, una descripción muy sumaria, en donde

(1) No es ésta la causa exclusiva de la depreciación monetaria. Ella puede deberse no sólo al desequilibrio en el balance de pagos provocado por la expansión del medio circulante, sino también al que se origina por una persistente caída de precios que reduce de más en más las exportaciones. Este factor fué de gran importancia en el ciclo de 1929, en cuya primera parte, sin embargo, actuó en forma preponderante la dilatación del crédito.

se simplifica en lo posible, eliminando todas las particularidades y complicaciones que el fenómeno ha tenido en nuestra realidad económica.

4. EL CRÉDITO BANCARIO NORMAL

En la explicación anterior no se tomó en cuenta la calidad de crédito sino la cantidad de crédito. El dilucidar este punto tiene importancia, pues no es necesario que la expansión de los préstamos se haya producido en operaciones arriesgadas o haya engendrado abusos especulativos, según se ha notado con alguna frecuencia en estos movimientos. Pueden concebirse, en efecto, operaciones muy sanas y convenientes desde el punto de vista económico y que sin embargo han contribuido a suscitar dificultades monetarias por tratarse de cantidades muy abultadas o de inmovilizaciones exageradas de los recursos bancarios.

Esto nos obliga a precisar más nuestras ideas sobre el particular, como que son el fundamento de las recomendaciones que el Banco Central formuló a los bancos el año pasado, sugiriéndoles una actitud cautelosa en el otorgamiento de nuevos créditos y en su plazo de liquidación.

Hay que distinguir, ante todo, entre las financiaciones e inmovilizaciones de fondos y lo que podría llamarse las necesidades normales de crédito de la actividad económica. Estas últimas constituyen la actividad específica de los bancos de depósitos y descuentos. Se trata de operaciones de fácil liquidación, mientras que aquéllas son operaciones típicas de inversión, de amortización lenta, que sólo deben efectuarse dentro de límites prudentes por razones elementales de sanidad monetaria.

Ese crédito bancario normal presupone una liquidación fácil, pues tiene en vista el pronto expendio de las mercaderías que, gracias a él, se producen, importan y mueven hasta llegar al comprador. Entraña también la creación de poder adquisitivo por los bancos, pero por el tiempo relativamente breve que abarca el circuito normal de los negocios, desde la producción o importación hasta el pago de los artículos o servicios. Hay así en todo momento una masa considerable de crédito que se va liquidando continuamente para dar lugar a nuevas operaciones en el curso normal de la actividad económica.

Tanto el proceso productivo en la tierra o en la industria,

como el comercio, se desenvuelven en gran parte con la ayuda de ese crédito bancario, el cual contribuye así a dotar a la población que directa e indirectamente depende de ellos, del poder adquisitivo que requiere para proseguir sus consumos, tanto de artículos importados como de mercaderías y servicios de producción local.

El ritmo de estas actividades, así como el de los préstamos bancarios de que hacen uso, depende fundamentalmente de la expectativa de venta de las mercaderías que constituyen el objeto de dichos procesos. Así también la variable intensidad de los pedidos de mercaderías del exterior. Subordinado a esas ventas próximas, el poder adquisitivo de origen crediticio es de suyo de corta duración, salvo en ciertos casos que veremos más adelante.

La expectativa de esas próximas ventas es materia de innumerables conjeturas de productores, comerciantes, empresarios y entidades bancarias. Y como tal se encuentra sujeta a las corrientes psicológicas de optimismo o pesimismo que influyen en el desenvolvimiento de los negocios. Entre nosotros, como país agrario, esas conjeturas se refieren principalmente a las perspectivas de la producción del suelo en vista de su intensa repercusión sobre el estado económico general. En efecto, un incremento en el valor de esa producción, aparte de su consecuencia directa sobre las importaciones, no sólo tiende a expandir proporcionalmente la demanda de artículos y servicios locales que la población rural consume, sino que acrecienta también la demanda de quienes producen y expenden esas mercaderías y servicios y de los que, a su vez, suministran a estos últimos lo que necesitan consumir; y así sucesivamente. Se estimula y amplía en esta forma la actividad económica interna con mayor intensidad que la que resulta de la demanda directa de la población agraria. Inversamente, el descenso en el valor de la producción rural acentúa sus efectos depresivos sobre la economía general.

5. INMOVILIZACIONES TRANSITORIAS DEL CRÉDITO NORMAL

Si las perspectivas de la producción rural influyen tan poderosamente en el ritmo del proceso productivo y comercial y en el de la función crediticia, es natural que, en la medida en que la

realidad sea inferior a las expectativas que sobre ellas se habían fundado, ocurran frecuentemente en el funcionamiento de la economía ciertas perturbaciones características que requieren poner en juego los resortes de elasticidad de un buen sistema de moneda y bancos.

Sucede en tales casos que la producción de la industria local y la importación resultan superiores a la absorción real del mercado. Las expectativas de venta se cumplen en menor grado. Y los créditos no pueden liquidarse en la forma prevista. Hay, pues, inmovilización de crédito, no por su origen sino por la fuerza de los hechos, y el dinero prestado no vuelve prontamente a las arcas de los bancos. Por otro lado, con una exportación menor que la esperada y una importación mayor que la necesaria, es imprescindible desprenderse de oro o divisas para compensar el déficit del balance de pagos. Pero este déficit es transitorio pues las importaciones tienden a reducirse espontáneamente por ser inferior el poder adquisitivo resultante de la producción rural. Todos éstos son acontecimientos ordinarios en un país rural, y el efectivo de los bancos, así como las reservas monetarias del Banco Central, deben encontrarse en condiciones de afrontar fácilmente tales exigencias de la realidad sin provocar una intensa restricción de créditos, que en esas circunstancias resultaría contraproducente ⁽¹⁾.

Es muy explicable que los bancos se encuentren en condiciones tanto mejores para hacer frente a esas inmovilizaciones inevitables del crédito normal, cuanto menos hayan inmovilizado anteriormente sus recursos en financiaciones u operaciones de inversión.

Tal es la índole del crédito bancario normal y la importante función que con él desempeñan los bancos. Corresponde a su habilidad y prudencia el proveer a las actividades económicas del volumen de medios de pago que requieran según el ritmo con que éstas se desarrollan. Y compete, a su vez, al Banco Central, suministrar a aquellos bancos los recursos suplementarios de que tienen necesidad para no privar a los negocios genuinos del medio circulante que les hace falta. Es éste uno de los pro-

(1) Nos referimos, por supuesto, a una restricción general y no a la que convenga aplicar en tal o cual sector de la actividad económica en donde sea conveniente provocar una saludable liquidación para corregir errores o exageraciones.

pósitos fundamentales del redescuento, que, por la misma índole de la necesidad que se propone satisfacer, sólo puede realizarse con papel corto de fácil liquidación y que corresponda a un movimiento real de mercaderías, esto es, con un papel emergente de un proceso productivo o comercial que se base en la venta de ellas y tenga en vista su próximo expendio.

6. DIFERENCIA ENTRE CRÉDITO Y AHORRO

Como se ha dicho, hay que hacer un substancial distingo entre una y otra forma de crédito. La inmovilización de fondos y el excedente de importaciones constituyen tan sólo un riesgo en el crédito normal. En cambio las financiaciones o inversiones de lenta liquidación comportan ineludiblemente una inmovilización directa e inmediata; y el poder adquisitivo que con ellas se lanza al mercado contribuye en seguida a provocar dicho excedente en las importaciones, como que estas operaciones no están vinculadas al pronto expendio de mercaderías en estrecha relación con las perspectivas de la producción agropecuaria y su correspondiente exportación. Asimismo, y contrariamente a lo que sucede en el caso anterior, no sobreviene ninguna reacción correctiva. Antes bien, mientras prosiga la expansión de estos préstamos de financiación o inversión, las importaciones continuarán desarrollándose y cercenando las reservas monetarias.

Todo ello está de acuerdo con el clásico precepto de la liquidez de las carteras bancarias, precepto que, como tantas otras viejas verdades en materia monetaria, ha sido y sigue siendo plenamente verificado por la experiencia. Las financiaciones o inversiones constituyen en realidad aportes de capital de amortización más o menos lenta, y como tales sólo pueden ser efectuadas con el ahorro que, en fin de cuentas, es el único medio de constituir capitales. Existe, por cierto, una confusión frecuente entre las funciones del crédito bancario y del ahorro, confusión muy explicable en países nuevos que carecen de las grandes masas de ahorro requeridas por su desenvolvimiento económico. Si el ahorro fuese sustituible por el crédito, este problema se volvería de una extrema sencillez.

Mientras el empleo del ahorro significa una simple transfe-

rencia de poder adquisitivo de las manos de quienes lo formaron a las de quienes lo toman prestado para emplearlo, los préstamos bancarios, según hemos demostrado, crean cantidades adicionales de poder adquisitivo. Que una empresa privada, o una entidad pública, coloque sus papeles en el mercado y no en los bancos, y luego gaste el dinero así obtenido, no tiene ninguna consecuencia monetaria que pueda afectar a la importación, y por tanto al balance de pagos. Pero sí la tendría si aquellos papeles, en vez de ser adquiridos por el público que ahorra, lo fuesen por los bancos con poder adquisitivo que ellos crean y transfieren a los emisores de dichos papeles. Anotemos de paso que esta consideración, que tiene un gran interés práctico, ha sido una de las que llevaron a estimular la formación del mercado de papeles a corto plazo, como se explica en el pertinente capítulo.

Pero no hay que olvidar que los bancos, en nuestro país, reciben una proporción bastante crecida del ahorro de la población. No sólo actúan por consiguiente como creadores de poder adquisitivo, sino también como intermediarios entre los tenedores de ahorro y aquellos empresarios que desean utilizarlo, o en otros términos, como agentes distribuidores del ahorro del público.

De esto se deriva una conclusión importante. Si los bancos realizan financiaciones o inversiones empleando una parte prudente del incremento de los nuevos depósitos de ahorro (ya que los existentes han sido totalmente colocados en una forma u otra) no crean nuevo poder adquisitivo, sino que se limitan a transferir parte del que han recibido del público. En este sentido y mientras se pongan a cubierto de las extracciones que la experiencia aconseja prever, dichas financiaciones o inversiones no entrañan riesgos monetarios y sólo están sujetas, desde luego, a las contingencias inherentes a esta suerte de negocios.

Pero si se sobrepasa ese límite, son inevitables las consecuencias monetarias que explicamos, cualquiera que haya sido la índole o finalidad de las inmovilizaciones, ya se trate de excelentes hipotecas o de créditos para financiar el desenvolvimiento de industrias sanas, o para promover obras privadas o públicas de indiscutible productividad.

En suma, es una peligrosa ilusión creer que todas estas operaciones, por buenas que sean, puedan realizarse fuera de los límites señalados, mediante expedientes bancarios que substitu-

yan la insuficiencia de capitales de formación nacional. El desconocimiento de esta verdad elemental lleva fatalmente a desprenderse de las reservas monetarias o a contratar préstamos extranjeros, para salvar el desequilibrio en las cuentas internacionales.

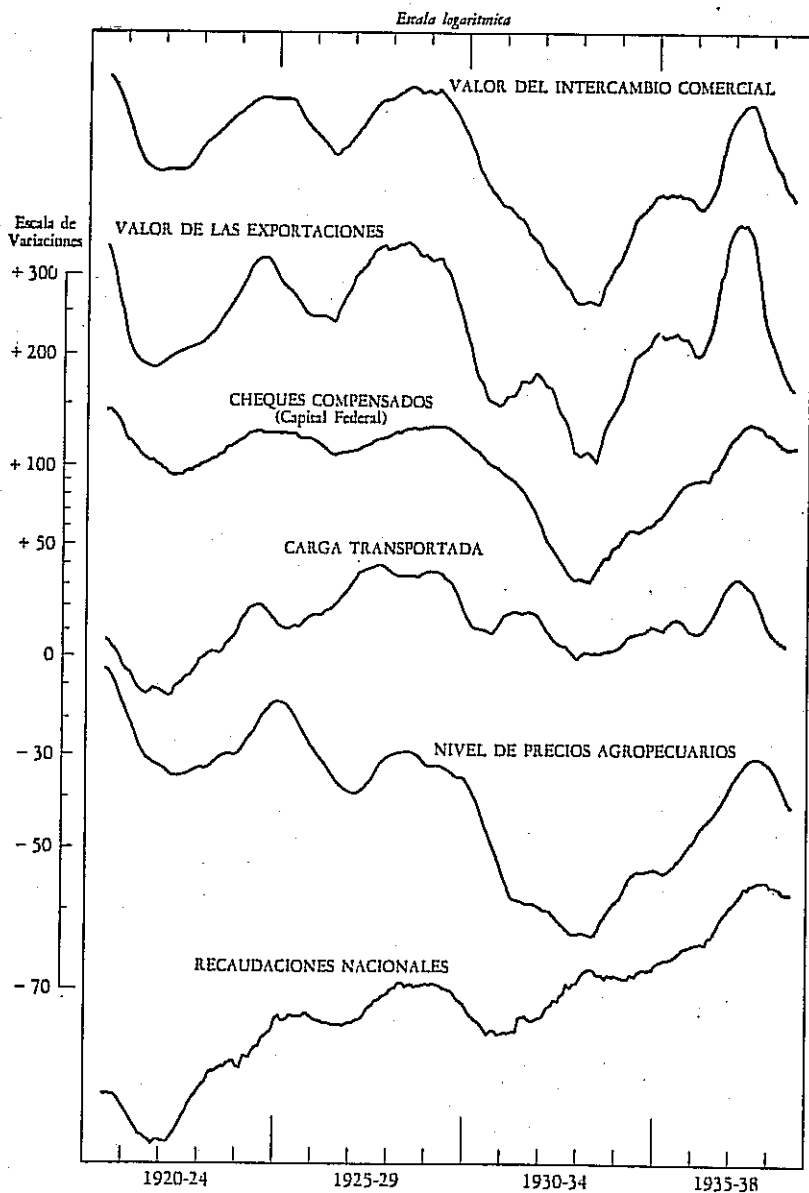
7. EL CICLO Y LOS TRASTORNOS MONETARIOS

Es posible ahora precisar mejor la forma en que se desarrolla el movimiento cíclico. En la fase ascendente aumentan las importaciones, la actividad de la industria interna y los negocios en general. Hay prosperidad. Es el efecto de los mayores medios de pago en que se traducen el oro y las divisas que ingresan por el crecimiento en las exportaciones y la inversión de capitales exteriores. El aumento subsiguiente de las importaciones tiende a desequilibrar el balance de pagos; y ese desequilibrio se acentúa cuando llega ineludiblemente el momento en que las exportaciones descienden y disminuye o se suspende la entrada de esos capitales, mientras han crecido los servicios financieros. Se despliega entonces la fase descendente. Egresan el oro y las divisas traídas anteriormente, en tanto que la disminución del poder adquisitivo va restringiendo la industria y los negocios internos y encogiendo las importaciones. Se tiende así nuevamente a restablecer el equilibrio. No habiendo expansión de crédito no hay tampoco mayores trastornos monetarios. Pero no por ello deja de ser serio el problema del ciclo, pues todas las actividades económicas del país — según es fácil comprobarlo en las líneas del gráfico anexo — están sometidas de continuo a esa sucesión de períodos de sobrecrecimiento y contracción que según la intensidad y rapidez de las mutaciones llegan a ser muy perturbadores. Las finanzas del Estado se resienten también de estas consecuencias. El incremento de las recaudaciones y las colocaciones de títulos dilatan los gastos fiscales, que no se comprimen fácilmente cuando se invierte el movimiento.

Si hay expansión del crédito, el nuevo poder adquisitivo que con ella se crea acentúa el impulso ascendente de la época de prosperidad y crecen con más fuerza la actividad económica interna y las importaciones. Y si cuando llega la fase descendente y bajan las exportaciones y las inversiones de capitales extranje-

EL MOVIMIENTO CICLICO ARGENTINO A TRAVES DE LOS PRINCIPALES INDICES DE LA ACTIVIDAD ECONOMICA

(Promedios móviles de 12 meses)



ros ⁽¹⁾, prosigue la expansión crediticia, ya sea por el propio impulso adquirido o por consecuencia de déficit fiscal, las importaciones y la actividad interna tienden primero a mantener su volumen y luego a decrecer con menor intensidad que la debida. De donde resulta un mayor desequilibrio en el balance de pagos y el correspondiente egreso de oro y divisas. Los trastornos monetarios resultan pues más serios cuanto más intensa haya sido la dilatación crediticia.

Consignemos, sin embargo, que esta última, si bien suele desarrollarse espontáneamente en virtud del acrecentamiento del efectivo de los bancos, como tantas veces se ha verificado entre nosotros, no es necesaria ni inevitable. Por el contrario, es susceptible de prevenirse con oportunas medidas de cautela de los bancos, y una adecuada política de absorción monetaria por el Banco Central. Eso será materia del próximo capítulo.

Termina aquí la descripción de los elementos típicos del ciclo económico argentino. Siguen actuando hoy como en pasadas experiencias, pero bajo el influjo de los grandes cambios en la realidad política y económica del mundo, que modifican la intensidad, duración y complejidad de los movimientos ondulatorios. Todo lo cual ha venido imponiendo nuevas exigencias a la política monetaria. Tanto mejor se podrá responder a ellas cuanto más se diluciden los fenómenos que le conciernen y más claramente aparezcan sus objetivos. Si a eso contribuyen estas y las siguientes páginas, habrán cumplido su propósito esencial.

(1) No hemos considerado las inversiones de capital flotante por ser un hecho reciente y no observado en ciclos anteriores. Ya explicamos en nuestra Memoria anterior las complicaciones que nos trajeron estas inversiones. Se efectuaron en abundancia en la fase ascendente del ciclo actual, después de 1935, y contribuyeron así a darle más intensidad. Pero al aparecer, a mediados de 1937, síntomas de que esa fase ascendente llegaba a su agotamiento, primero, y muy luego por repercusión de acontecimientos que no concernían a este país, salió precipitadamente una cantidad considerable de fondos flotantes a la vez que se estrechaba más y más la corriente anterior de inversiones a largo plazo de capital exterior. No repetiremos aquí lo que se dijo en aquel documento acerca de los trastornos monetarios que ello trajo. Nos ceñiremos a indicar brevemente su influencia en el proceso cíclico. Cuando entran los fondos flotantes producen en el mecanismo monetario los mismos efectos que tantas veces habíamos visto con la entrada de capital a largo plazo, a saber, incremento de las importaciones y empleo de las divisas ingresadas anteriormente; luego, los fondos flotantes se retiran en el momento menos previsto y originan un nuevo empleo de divisas. De manera, pues, que los fondos flotantes tienden a duplicar la demanda de divisas: para pagar la importación que provocan y para hacer frente a su reembolso. Lejos de tener el efecto compensador que pudo concebirse, estos movimientos han propendido a agravar las consecuencias de las fluctuaciones cíclicas.

III. LA ABSORCIÓN MONETARIA Y EL PROBLEMA CICLICO

I. LA ABSORCIÓN DE FONDOS BANCARIOS

En el capítulo anterior hemos tratado de describir ciertos fenómenos de gran significado para nuestra política monetaria, sin entrar a discutirla, deliberadamente, para no confundir el examen de los hechos con el de las medidas que se proponen para actuar sobre ellos.

Ha llegado ahora el momento de hacerlo, después de haber comprobado que el origen de los trastornos monetarios del ciclo económico radican en la tendencia espontánea hacia la expansión del crédito cuando se acumulan en los bancos los fondos provenientes de los saldos positivos de nuestras cuentas internacionales. Compréndese, pues, que la absorción o esterilización de esos fondos sea uno de los propósitos principales de la acción monetaria.

No incurriremos en repetición de lo que acerca de ello se tiene dicho en memorias anteriores. Sea suficiente recordar que el Banco Central juzgó indispensable aplicar esta política de absorción para substraer al país de una plétora monetaria. En abril de 1937 las tenencias totales de oro y divisas alcanzaron a la cifra extraordinaria de m\$.n. 1.224 millones, que por rara coincidencia es igual al importe del oro recibido de la Caja de Conversión al iniciar sus operaciones el Banco Central. La conversión de esas tenencias en billetes, en el viejo régimen de la Caja habría duplicado, por consiguiente, la emisión total.

Con el propósito que se acaba de enunciar, el Banco Central acudió primero a los Certificados de Participación en los Bonos Consolidados del Tesoro Nacional, luego a las Letras de Tesorería especialmente autorizadas por el Gobierno con tal propósito,

y, finalmente, creó los Certificados de Custodia de Oro y Divisas que vinieron a reforzar la acción de los Certificados de Bonos.

El siguiente cuadro da idea de la magnitud alcanzada por esas operaciones.

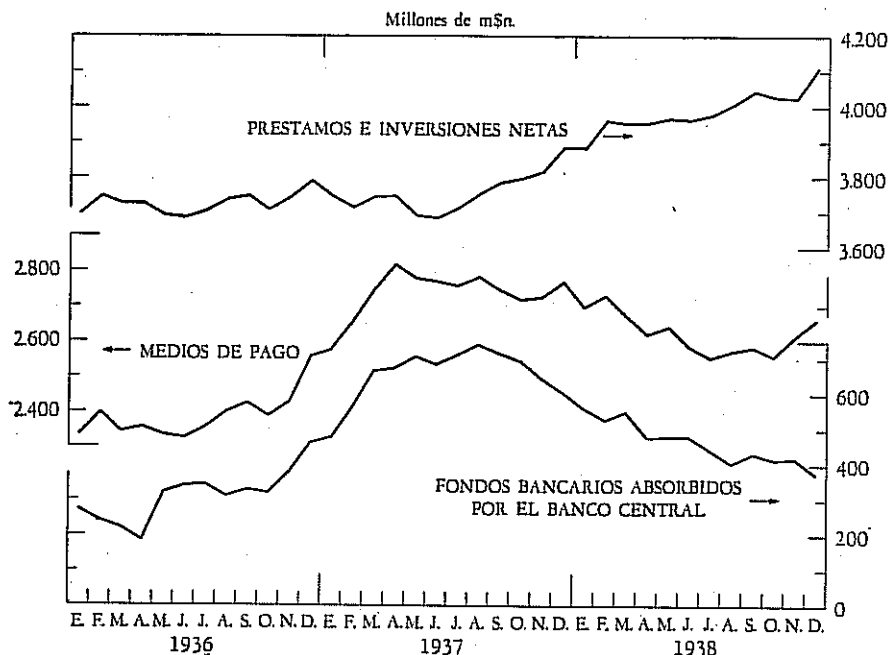
ABSORCION DE FONDOS BANCARIOS POR EL BANCO CENTRAL

Fin de:	Volumen de los fondos absorbidos				Efectivo de los bancos (*)
	Certif. de Particio. en Bonos Cons. del Tesoro Nac. (Valor real)	Letras de Tesorería emit. para la compra de oro y divisas (*)	Certificados de Custodia de Oro y Divisas	Total	
(Afillonea de m\$u.)					
1936					
Enero	272,7	—	—	272,7	739,1
Febrero	242,8	—	—	242,8	768,7
Marzo	223,2	—	—	223,2	812,9
Abril	186,9	—	—	186,9	829,4
Mayo	323,0	—	—	323,0	743,5
Junio	342,9	—	—	342,9	722,9
Julio	347,0	—	—	347,0	690,3
Agosto	311,5	—	—	311,5	714,0
Septiembre ..	330,0	—	—	330,0	659,4
Octubre	323,4	—	—	323,4	747,6
Noviembre ..	347,2	34,4	—	381,6	775,8
Diciembre ..	397,0	67,5	—	464,5	772,1
1937					
Enero	397,0	82,2	—	479,2	793,7
Febrero	397,0	93,8	75,0	565,8	796,4
Marzo	397,0	98,0	172,5	667,5	772,5
Abril	370,9	100,0	204,0	674,9	829,0
Mayo	365,4	94,0	248,4	707,8	772,9
Junio	356,2	77,0	251,8	685,0	840,1
Julio	356,2	88,0	269,1	713,3	829,7
Agosto	364,4	93,6	283,3	741,3	761,9
Septiembre ..	371,1	63,6	282,6	717,3	737,1
Octubre	355,5	63,6	276,1	695,2	780,2
Noviembre ..	331,0	63,6	249,3	643,9	721,5
Diciembre ..	309,1	63,6	234,6	607,3	689,7
1938					
Enero	300,5	63,6	196,9	561,0	709,2
Febrero	281,3	63,6	183,3	528,2	739,5
Marzo	304,4	63,6	183,3	551,3	701,4
Abril	266,7	63,6	147,8	478,1	752,8
Mayo	289,0	63,6	128,6	481,2	663,3
Junio	332,3	63,6	86,6	482,5	651,0
Julio	306,5	63,6	72,8	442,9	683,4
Agosto	275,3	63,6	67,7	406,6	717,5
Septiembre ..	357,7	63,6	12,5	433,8	682,7
Octubre	352,9	63,6	—	416,5	678,7
Noviembre ..	314,4	63,6	40,0	418,0	670,6
Diciembre ..	300,1	63,6	10,0	373,7	630,9

(*) El producto de estas letras fué empleado oportunamente en la repatriación de deuda en dólares. (*) Comprende los 22 establecimientos más importantes que abarcan alrededor del 93 % de las existencias y depósitos del conjunto de entidades comprendidas en la Ley de Bancos.

En septiembre de 1937 se llegó a absorber en esta forma un máximo de m\$.n. 704 millones de fondos bancarios, brindándose a los bancos el incentivo de colocarlos transitoriamente en aquellos papeles para no verse llevados a forzar sus préstamos e inversiones en el mercado.

PRESTAMOS, MEDIOS DE PAGO Y FONDOS BANCARIOS ABSORBIDOS



Es fácil imaginar los efectos que hubiera tenido el empleo de esos fondos sobrantes, si a pesar de la considerable cantidad que pudo ser absorbida por el Banco Central, se llegó en ciertos momentos a una intensa presión para colocarlos; afortunadamente, ello pudo atenuarse luego gracias a medidas de cooperación interbancaria que volvieron a llevar la competencia a su terreno normal, según expusimos en nuestra Memoria anterior.

Durante la fase ascendente del ciclo se logró limitar la expansión del crédito a cifras moderadas si se las refiere al volumen de los fondos bancarios sobrantes, como se observa en el gráfico pertinente.

Pero luego, a medida que se fué desarrollando la fase descendente, desde mediados de 1937, los préstamos bancarios se

fueron dilatando de continuo. No se ha tratado en realidad de una mayor demanda de crédito normal por las actividades económicas del país, sino que ha sido más bien el resultado de la aplicación de la Ley de Crédito Agrario, los adelantos requeridos por las compras de la Junta Reguladora de Granos y las necesidades fiscales ⁽¹⁾.

2. ESTÍMULO DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA INTERNA

En virtud de este hecho la declinación cíclica en la cantidad de medios de pago ha sido inferior a la que hubiese correspondido a causa del egreso de divisas. Así se ha contribuido, sin duda, a mantener la actividad económica interna en un nivel relativamente alto, si se tiene en cuenta la fuerte contracción de las exportaciones. Pero a la vez se ha propendido, como era natural, a que las importaciones continúen también con un volumen elevado, a tal punto que, según se indicó en las primeras páginas, han llegado a constituir uno de los factores principales del desequilibrio del balance de pagos.

Ante el curso que tomaban las importaciones, el Gobierno Nacional se decidió a imponer el permiso previo de cambio para las mercaderías a pagar por medio del mercado libre, en donde alcanzaron en 1938 a la cantidad de m\$.n. 335 millones ⁽²⁾.

Esa medida, aplicada con flexibilidad y eficacia, permitirá adecuar las importaciones a la capacidad real de pagos del país y al empleo prudente de las reservas monetarias.

Es lógico esperar que, como está sucediendo, el poder adquisitivo que debido a ello no puede ya estimular desproporcionalmente a la importación, se desviará en gran parte hacia la industria en la medida en que no se transforme en ahorro y que este ahorro no se emplee por los bancos. Por consiguiente, esa industria, que de otro modo sufriría los efectos de una exportación muy menguada con una intensidad mucho mayor, según explicamos en el capítulo precedente, no sólo podrá mitigar en grado

(1) De los m\$.n. 226 millones de aumento en los préstamos e inversiones netas de los bancos en 1938, corresponden m\$.n. 92 millones a la aplicación de la Ley de Crédito Agrario, m\$.n. 45 millones a la Junta Reguladora de Granos, m\$.n. 27 millones a requerimientos fiscales y el resto a otros préstamos e inversiones.

(2) Según los tipos reales de cambio. Estimadas de acuerdo con la equivalencia de m\$.n. 15 por libra esterlina, llegaron a m\$.n. 266 millones.

apreciable tales consecuencias, sino que en alguna de sus ramas es capaz de alcanzar el desarrollo de sus buenos tiempos.

Desde luego, no puede dejar de reconocerse la trascendencia de estos hechos para la economía del país y la conveniencia de procurar que se desenvuelvan en los mejores términos posibles, previniendo a tiempo ciertos peligros cuyos síntomas no cuesta discernir.

Preséntanse con frecuencia en la economía fenómenos análogos a los del organismo viviente, cuyas depresiones transitorias pueden aliviarse con ciertos estímulos, pero cuidando que la dosis sea moderada y que su empleo se limite al tiempo estrictamente necesario, para no crear un hábito peligroso. Parecidos son los efectos del crédito, cuyo empleo debe reducirse a lo imprescindible, pues una expansión exagerada traería inevitablemente muy serias consecuencias. La capacidad industrial del país es limitada, en efecto, y si se crea poder adquisitivo más allá de cierto grado, la producción no podría seguirse acrecentando, y sobrevendría el alza de los precios, tanto de los productos locales como de los de origen extranjero, con sus lamentables consecuencias sobre el costo de la vida.

Pasado el punto en que la industria trabaja a plena capacidad, sería imprudente alentar su ampliación mediante los préstamos bancarios. El momento no es propicio para ello, pues, por un lado, aumentarían las inmovilizaciones de crédito, y por otro, se llegaría a una inconveniente sobrecapitalización, a una inversión excesiva en plantas industriales bajo el estímulo ficticio de un poder adquisitivo que, al volver más tarde a su cauce y volumen naturales, plantearía un grave problema de superproducción.

En suma, puesto que las circunstancias nos han llevado a esta emergencia, conviene extremar todos los esfuerzos para que el resultado positivo de aliviar los efectos de la depresión sobre la industria y evitar una sensible desocupación traiga el mínimo de trastornos al funcionamiento ulterior de la economía del país, y en especial, a su régimen monetario.

3. LA ABSORCIÓN DE PODER ADQUISITIVO

De todo lo que se ha dicho en este capítulo y el anterior, se desprende que la política monetaria puede proponerse dos objetivos frente al desarrollo del ciclo económico. El primero consiste

en evitar que la expansión del crédito acentúe la intensidad de los movimientos ondulatorios y conduzca en el balance de pagos a un desequilibrio tanto más fuerte cuanto mayor haya sido en esa forma el sobrecrecimiento de las importaciones. El segundo objetivo va más lejos. No se limita a evitar que esas fluctuaciones se acentúen, sino que se propone, además, reducir su amplitud y disminuir la intensidad con que varía la masa de poder adquisitivo durante el proceso cíclico para atenuar las consecuencias de tales variaciones sobre el volumen de la actividad económica interna.

Naturalmente, para cumplir este último propósito sería necesario retirar del mercado una parte del poder adquisitivo proveniente del aumento en las exportaciones o la inversión de capitales extranjeros, y neutralizarlo hasta que sobrevenga la fase descendente del ciclo y convenga lanzarlo nuevamente a la circulación.

Se trata, pues, de una verdadera reserva de poder adquisitivo, que, como toda reserva, se acumula en los buenos tiempos para emplearla en circunstancias adversas. Pero hay una diferencia fundamental entre esta reserva colectiva y las reservas que aconseja la prudencia individual. Quien deposita sus ahorros en un banco o adquiere títulos con ellos, constituye una reserva individual, pero no contribuye a formar una reserva para la colectividad, puesto que el banco o el emisor vuelven a lanzar al mercado ese poder adquisitivo al prestar o gastar los dineros que así reciben.

Por lo tanto, para constituir esa reserva de carácter colectivo a fin de actuar sobre el movimiento cíclico, es indispensable que el poder adquisitivo que se acumula se neutralice o esterilice, como se ha dado en decir, hasta que llegue el momento de ponerlo nuevamente en ejercicio.

Para que una política semejante pueda aplicarse entre nosotros, es indispensable la formación de un mercado de papeles a corto plazo, fuera de la posibilidad de actuar con títulos a largo plazo, como se verá más adelante. Debido a la falta de este mercado, el Banco Central ha tenido que ceñirse a colocar sus Certificados de absorción entre los bancos y no en el público. Ha retirado así una parte considerable del excedente de fondos bancarios, pero sin afectar el volumen de los depósitos corrientes, o del dinero en manos del público, que representan entre ambos la masa de poder adquisitivo de la población. Es más:

la colocación de estos papeles en los bancos no tiene toda la eficacia necesaria, según lo ha confirmado la práctica, 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 sustraerían por completo a la posibilidad de ser utilizados en la expansión del crédito, mientras prosiga su acción absorbente el Banco Central.

Por tales razones, la formación gradual de un mercado a corto plazo tiene gran importancia desde el punto de vista monetario. La tiene también desde el punto de vista financiero, para permitir la financiación transitoria de egresos fiscales llenando los claros que deja la percepción irregular de las rentas o la falta de oportunidad para colocar títulos a largo plazo. De ahí el empeño que se ha puesto, durante el pasado ejercicio, en desarrollar este mercado con las licitaciones públicas de Letras de Tesorería, según se verá en el capítulo siguiente.

También podría ejercitarse la política de absorción mediante la colocación en el público de títulos a largo plazo, y la correspondiente esterilización de los medios de pago así obtenidos. No ha sido ajena del todo a esta posibilidad la progresiva acumulación por el Banco Central de una tenencia de títulos que dentro de algunos meses, al cumplirse su cuarto aniversario, llegará a la apreciable cantidad de m\$.n. 50 millones, como se explicará en la parte pertinente de esta Memoria. Se concibe que con la venta de estos títulos el Banco Central pueda en lo futuro reforzar la eficacia de sus otros instrumentos de absorción reservando el producto para reinvertirlo y devolver los medios de pago al mercado cuando lo reputé conveniente.

4. ATENUACIÓN DE LAS FLUCTUACIONES CÍCLICAS

En síntesis, la absorción de medios de pago o poder adquisitivo durante el período ascendente, mediante la colocación de pa-

peles por el Banco Central, restaría fuerza al crecimiento de las importaciones y de la industria y demás actividades locales; y el oro y las divisas que de otro modo se destinarían al pago de las importaciones se acumularían en las reservas monetarias. Sobrevenido el receso, ese poder adquisitivo sería puesto nuevamente en circulación al pagar los papeles a su vencimiento y retirarlos del mercado el Banco Central. Las actividades económicas internas decrecerían en forma menos intensa. Así también las importaciones, a cuyo pago contribuirían aquellas divisas mantenidas en reserva. Por lo tanto, la absorción de medios de pago, primero, y luego su devolución al mercado, permitirían reducir la amplitud de las fluctuaciones cíclicas y substraer al mismo tiempo a los bancos del riesgo de una expansión crediticia.

Sólo falta desarrollar ampliamente el mercado a corto plazo — lo cual no es tarea fácil ni breve — para que una política semejante pueda aplicarse con eficacia, pues los mismos instrumentos con que el Banco Central ha practicado su política de absorción de fondos bancarios podrían servir para este nuevo fin sin alterar substancialmente las bases financieras de tales operaciones.

El propósito de actuar en esta forma sobre el movimiento ondulatorio, en lo que respecta a la gestión financiera del Estado, ha sido ya objeto de una interesante consideración en la última Memoria del Departamento de Hacienda ⁽¹⁾. Al comentar las sumas gastadas en trabajos públicos en los últimos diez años, se señala que el máximo de gastos “se produce en el momento culminante de nuestro ciclo económico, desde que puede considerarse como tal el año 1937. En cambio, en los períodos de mayor depresión, en los años 1931 a 1933, las inversiones de trabajos públicos tocan sus límites más bajos. El Estado con sus trabajos públicos ha seguido pues, la misma tendencia de los movimientos cíclicos de nuestra economía, acentuándolos en lugar de atenuarlos. Hubiese sido más conveniente atesorar reservas en épocas de bonanza para invertirlas en períodos de depresión. El Estado en esa forma podría contribuir a combatir la desocupación que se produce en tales momentos. En cambio cuando mejora la situación la industria privada puede absorber por sí sola gran parte de la oferta de brazos. Si la acción del Estado se orienta en ese sentido las crisis pe-

(1) Año 1937, tomo I, página 41.

riódicas podrán ser sobrellevadas sin que afecten tan seriamente la vida económica del país”.

Existe, pues, un campo de acción muy interesante para la política monetaria del ciclo, en la que se ha comenzado ya a realizar una experiencia aleccionadora. Hemos juzgado conveniente examinarla y exponer las observaciones que acaban de verse, tratando de evitar toda complicación de orden técnico que impida comprender y discutir claramente estos problemas que tanta trascendencia tienen para el país. En la aplicación de esta política hay que proceder con toda cautela, sin olvidar en momento alguno que el propósito que se persigue no es contrariar el desarrollo de las fuerzas de la economía, sino atenuar su impulso cíclico y mitigar así las importantes repercusiones económicas y sociales del fenómeno.

IV. OPERACIONES EN TÍTULOS Y OTROS VALORES

1. ABSORCIÓN DE FONDOS PÚBLICOS EN 1938

Si 1936 fué un año de entusiasmo alcista en las actividades bursátiles y 1937 se caracterizó por aquella considerable oferta de títulos que condujo a la sobresaturación del mercado, 1938 fué el año de asentamiento de la plaza.

La colocación neta de papeles públicos apenas llegó a m\$.n. 135 millones contra m\$.n. 550 millones y m\$.n. 350 millones, respectivamente, en los dos años precedentes, según resulta de este cuadro:

Años	Valores colocados	Valores retirados	Absorción neta
<i>(En millones de m\$.n.)</i>			
1936	500,0	150,0	350,0
1937	700,0	150,0	550,0
1938	250,0	115,0	135,0

Los serios acontecimientos ocurridos en 1937, de los cuales nos ocupamos extensamente en la Memoria anterior, obligaron a proceder con extrema prudencia en esta materia, limitando las emisiones a lo estrictamente indispensable, para prevenir los peligros de una nueva congestión. Pudo así mantenerse un nivel relativamente estable en las cotizaciones, pues las dos fuertes oscilaciones que ocurrieron en el año, según explicaremos más adelante, fueron felizmente de muy breve duración. Los promedios mensuales figuran en el cuadro de la página siguiente.

Es fácil imaginar las consecuencias desastrosas que habría tenido sobre el mercado y los intereses del público que invierte sus ahorros en títulos de renta el no haberse procedido con la

circunspección que los hechos impusieron. Fué necesario recomendar insistentemente el aplazamiento o suspensión de las distintas emisiones que trataban de lanzarse al mercado. Para tener

Promedios ponderados mensuales de las cotizaciones al contado de los principales Títulos Nacionales en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Año 1938	Crédito Argentino Interno					Emp. Rep. 4 %
	5% (*)	4½ % 1934	4½ % 1935	4½ % 1936	4 % 1936	
	(En m\$N. excluido cupón)					
Enero	100,65	93,14	92,38	92,43	84,37	84,44
Febrero	99,66	91,65	91,27	91,22	84,19	84,02
Marzo	99,95	91,13	90,59	90,85	83,55	83,48
Abril	100,33	92,20	91,78	91,76	83,75	83,62
Mayo	100,53	92,44	91,91	91,80	83,64	83,56
Junio	100,63	92,71	91,93	92,07	83,66	83,75
Julio	100,88	92,97	92,44	92,33	83,71	83,72
Agosto	100,50	93,45	92,48	92,51	83,74	83,58
Setiembre	99,37	91,04	90,48	90,73	81,72	81,98
Octubre	100,01	92,07	91,34	91,26	81,90	81,93
Noviembre	100,17	92,70	92,12	92,13	82,76	82,86
Diciembre	100,23	92,71	92,14	92,26	83,06	83,01
Promedio anual	100,17	92,37	91,60	91,85	83,31	83,20

(*) Incluido el Empréstito Patriótico, 5%, Serie 1ª.

idea de ello, baste saber que a fines de 1938 las autorizaciones pendientes de emisiones de títulos, sin tener en cuenta los valores nacionales, llegaban a la considerable suma de m\$n. 500 millones.

2. LA COMISIÓN DE VALORES

En tales circunstancias, la Comisión de Valores tuvo que ejercer una activa intervención en esta materia. Como se dijo en la Memoria de 1937, fué creada con el propósito de coordinar las distintas fuerzas del mercado, a fin de liquidar la sobresaturación de valores y establecer las condiciones que propendan a una mayor estabilidad del mercado bursátil. Los hechos han confirmado la necesidad de esta creación.

La Comisión no tiene fuerza compulsiva alguna. Su función consiste en analizar los distintos proyectos de emisión que se le someten, ya sea directamente o por intermedio del Ministerio de Hacienda, y formular las recomendaciones que a su juicio correspondan, de acuerdo con la situación de la plaza. Para esto, necesita disponer de la más amplia información sobre el estado finan-

ciero y los proyectos de las entidades emisoras. La Comisión, por lo tanto, no decide; simplemente recomienda. Ha aconsejado así el aplazamiento o suspensión de los proyectos de emisión que no podían satisfacerse en virtud de la limitada capacidad receptiva del mercado y ha pedido a los bancos abstenerse de efectuar adelantos de dinero sobre títulos que se emitan a pesar de las recomendaciones contrarias de la Comisión. Por consiguiente, su eficacia depende fundamentalmente de su gravitación moral sobre la plaza y los emisores. Y esa gravitación sólo se consigue si sus recomendaciones se inspiran siempre en el interés general y en una invariable ecuanimidad.

3. PLAN DE EMISIONES EN 1938

Dada la índole de su cometido, la Comisión de Valores se ha mantenido en estrecho contacto con el Ministerio de Hacienda de la Nación. Por sugestión de éste, en mayo pasado estudió la capacidad de absorción de la plaza, para lo que restaba del año, y la calculó en m\$n. 150 millones, cantidad que sirvió de base, con las informaciones suministradas por las provincias y principales municipalidades, para la reunión que en el mismo mes de mayo convocó el señor Ministro de Hacienda a fin de cambiar ideas acerca del plan de emisiones. A esta reunión, junto con los miembros de la Comisión de Valores, asistieron representantes de los bancos de la Nación Argentina y de la Provincia de Buenos Aires, y de casas financieras de la plaza. En tal ocasión, en que se aceptó como prudente la cifra indicada de m\$n. 150 millones de absorción de valores públicos en la Bolsa, se consideró conveniente distribuirla en la siguiente forma: emisiones del Gobierno Nacional, m\$n. 60 millones; Banco Hipotecario Nacional, m\$n. 50 millones, y provincias y municipalidades, m\$n. 40 millones. Estas cifras quedaban sujetas a revisión, según las alternativas que pudieran ocurrir en la plaza.

4. COLOCACIÓN DE TÍTULOS NACIONALES

Las colocaciones de títulos del Gobierno Nacional realizadas en la plaza por intermedio de este Banco en su condición de Agen-

te Financiero se hicieron gradualmente, de acuerdo con la cifra que se acaba de mencionar.

Las ventas realizadas en la plaza obedecieron a dos conceptos. Por un lado, las colocaciones ordinarias de títulos para la financiación del plan de obras públicas; éstas llegaron a m\$. 52 millones. Por otro lado, las ventas de títulos adquiridos por el Banco en sus funciones de regulación de la plaza; en tal concepto las compras realizadas en el año fueron de m\$. 33 millones, mientras que las ventas llegaron a m\$. 47 millones. Hubo, pues, un excedente de ventas de m\$. 14 millones correspondiente a valores adquiridos en 1937. A fines de 1938 el remanente de valores a liquidar en estas operaciones de regulación era de m\$. 2,7 millones. Sumando al primer concepto el excedente de ventas mencionado, se llega a un total de ventas netas en la plaza de títulos nacionales de m\$. 66 millones.

Las operaciones de regulación que acaban de mencionarse se hicieron en dos oportunidades principales: primero, cuando en el mes de febrero la depreciación del peso en el mercado libre fué acompañada de liquidaciones de valores que en buena parte provenían de tenedores del exterior; y segundo, con motivo de los acontecimientos internacionales de septiembre, cuando el Banco Central tuvo que intervenir en forma muy activa en la Bolsa para evitar que la confusión del momento pudiera llevar los valores a bajísimos niveles que no se justificaban en modo alguno. Estas compras surtieron todo el efecto deseado y permitieron a la plaza volver rápidamente a las condiciones en que se venían desarrollando con anterioridad los negocios bursátiles.

Además de las ventas en la Bolsa, el Banco Central, como en años anteriores, realizó también por cuenta del Gobierno operaciones de colocación de títulos fuera de Bolsa en las Cajas de Jubilaciones y en distintas reparticiones del Estado, por un valor de m\$. 32 millones.

5. COLOCACIÓN DE OTROS FONDOS PÚBLICOS

La colocación de cédulas hipotecarias alcanzó en el año a m\$. 54,0 millones y simultáneamente se amortizaron m\$. 53,7 millones, de manera que la colocación neta de estos valores nacionales fué insignificante. Ello permitió ampliar la canti-

dad atribuída a las provincias y municipalidades, de los m\$.n. 40 millones originarios, a m\$.n. 46 millones y aumentar ligeramente las ventas bursátiles en títulos nacionales. Asimismo, debe contarse entre las colocaciones del año una cantidad aproximada de m\$.n. 40 millones, en que se estima la colocación de títulos de la Provincia de Buenos Aires ⁽¹⁾.

6. OPERACIONES CON LETRAS DE TESORERÍA DE LA NACIÓN

En esta materia se ha tratado durante 1938 de iniciar y desarrollar la formación de un mercado a corto plazo de Letras de Tesorería. El obstáculo fundamental radicaba en el carácter que tenían dichas Letras, pues, por ser a la orden sólo podían transmitirse con la fórmula del endoso, lo cual representaba un inconveniente serio para la fácil transmisión de estos papeles, como pudo comprobarse en la práctica. Asimismo, las operaciones estaban gravadas con impuestos de réditos y sellos que perturbaban también su fácil negociación. Ambos inconvenientes fueron removidos por el Gobierno Nacional a fin de propender a la pronta realización del propósito enunciado. Se creó la Letra al portador por Decreto del 4 de febrero de 1938 y se la eximió luego de los gravámenes mencionados. Pudo así el Banco Central anunciar a la plaza el nuevo régimen de estos papeles, que comenzó a hacerse efectivo a partir de la licitación del 9 de abril.

Los resultados alcanzados han sido muy satisfactorios teniendo en cuenta las circunstancias del año y la forma gradual en que necesariamente debe realizarse una evolución de esta naturaleza. El fin primordial que se perseguía al desarrollar el mercado de letras a corto plazo era interesar a las grandes entidades financieras y al público inversor en general en la colocación transitoria de sus fondos en un papel de absoluta seguridad. Faltaba en el país este campo de inversiones de breve duración y de inmediata liquidez en que los inversores supiesen que el papel adquirido por ellos podía ser liquidado en cualquier momento. Para eso era necesario que el mercado adquiriese la mayor amplitud posible, tanto en el número como en la impor-

(1) Además de estas colocaciones fueron ofrecidos bonos hipotecarios de la Provincia de Buenos Aires y acciones de empresas particulares por un valor de m\$.n. 20 millones.

tancia de los inversores, a fin de que los compradores y vendedores pudiesen en todo momento satisfacer sus requerimientos. Todo esto ha logrado realizarse con la colaboración de firmas de corredores que intervinieron activamente, no sólo en las licitaciones, sino en la negociación de las letras en el mercado abierto. El desarrollo de las licitaciones puede observarse en el siguiente cuadro:

Colocación de Letras de Tesorería por cuenta del Gobierno Nacional en 1938

Fecha de emisión de las Letras	Letras de Tesorería			Interés medio de las adjudicaciones, para plazos cercanos a:					Letras en circulación (¹)
	Ofrecidas	Suscriptas	Adjudicadas	30 días	60 días	90 días	180 días	360 días	
	(En miles de m\$n.)			(%)					(Miles m\$n.)
Ene. 10	20.000	6.900	6.900	2,06	—	2,25	—	—	145.100
Feb. 10	25.000	7.050	3.050	2,02	—	2,25	—	—	123.800
Mar. 10	20.000	9.900	3.900	—	—	2,25	—	—	117.050
Abr. 9	20.000	4.600	4.600	—	—	2,39	2,50	—	109.100
May. 10	15.000	3.350	2.350	2,13	—	2,25	2,75	—	123.950
» 24	25.000	33.700	25.675	2,13	2,33	2,37	2,75	2,88	132.325
Jun. 10	10.000	16.550	13.225	2,13	2,33	2,33	2,75	—	141.050
» 25	20.000	25.375	13.825	2,10	2,33	2,38	2,75	—	135.025
Jul. 8	18.000	14.925	7.100	2,10	—	2,50	2,75	—	132.125
» 25	15.000	19.750	17.800	2,12	2,30	2,42	2,75	—	138.200
Ago. 10	20.000	22.400	18.600	2,15	2,28	2,40	2,75	3,00	142.200
» 25	25.000	29.400	27.300	2,11	2,31	2,49	2,75	3,00	143.800
Set. 10	15.000	24.325	23.275	2,15	2,35	2,49	2,75	3,00	150.925
» 24	25.000	25.300	23.300	2,13	2,35	2,50	2,75	—	136.250
Oct. 10	25.000	27.425	25.725	2,12	2,35	2,50	2,75	—	142.125
» 25	25.000	27.050	25.200	2,06	2,32	2,50	2,75	3,00	143.925
Nov. 10	17.500	18.300	16.800	2,08	2,31	2,50	—	3,00	149.025
» 25	22.500	19.350	15.850	2,08	2,35	2,50	2,75	3,00	145.725
Dic. 10	20.000	22.500	19.750	2,10	2,35	2,50	—	2,93	148.950
» 24	25.000	22.055	16.555	2,13	2,35	2,50	2,75	3,00	144.755

(¹) Incluidas las colocadas fuera de licitación y las de Yacimientos Petrolíferos Fiscales.

No ha variado durante el año la cantidad de letras en circulación, pero sí se ha modificado la distribución de estas letras. En efecto, de los m\$n. 150 millones de letras en circulación a fines de 1937, m\$n. 91 millones se habían colocado en los bancos y m\$n. 59 millones en las otras entidades financieras y en el público en general. En cambio, de los m\$n. 145 millones en circulación a fines de 1938, la cantidad correspondiente a los bancos bajó a m\$n. 60 millones y la de otras entidades y el público subió a m\$n. 85 millones. He ahí uno de los resultados más significativos en esta etapa de la formación del mercado a

corto plazo. Si bien es cierto que para la Tesorería Nacional el dinero que proviene de los bancos es exactamente igual al que aporta el público en sus suscripciones, desde el punto de vista monetario ambos hechos son totalmente distintos, de acuerdo con las consideraciones que hicimos en el segundo capítulo de esta Memoria. En efecto, las suscripciones de los bancos comportan la creación de nuevos medios de pago, en tanto que las suscripciones del público representan la simple transferencia al Tesoro Nacional de medios de pago ya existentes. No es necesario repetir nuevamente lo que ya manifestamos en el capítulo citado acerca de las consecuencias de una y otra forma de financiación. Se explica, pues, la preocupación del Banco Central de acentuar el desarrollo de esta tendencia sin desmedro alguno para los intereses de los bancos, que en todo momento han podido encontrar la forma de invertir sus sobrantes de efectivo, ya sea en Certificados de Participación en los Bonos Consolidados o en Certificados de Custodia de Oro y Divisas. Es más: el desarrollo del mercado a corto plazo permitirá a los bancos invertir provechosamente sus sobrantes transitorios de caja en papeles de vencimiento breve y de inmediata liquidación, conforme sucede en las plazas financieras de importancia en donde las letras del tesoro constituyen el valor más típico del mercado a corto plazo.

En los m\$.n. 85 millones de letras suscriptas por otras entidades y el público en 1938, figuran m\$.n. 12 millones de letras suscriptas por tenedores extranjeros mediante operaciones de pase de cambio. Se ha procedido en esto con un criterio muy limitativo, pues no se ha juzgado conveniente recargarse con una masa apreciable de compromisos a breve plazo. Han debido rechazarse propuestas de suscripción de letras de plazo corto y aceptarse casi exclusivamente las que se ofrecían a 9 meses y un año. Se ha iniciado así un discreto contacto con inversores del exterior, pero en una medida de extrema prudencia.

La misma cifra de m\$.n. 145 millones al 31 de diciembre pasado incluía también m\$.n. 11 millones de letras de los Yacimientos Petrolíferos Fiscales y m\$.n. 64 millones de letras cuyo producto se ha usado en la repatriación de deuda exterior. El remanente de m\$.n. 70 millones corresponde, pues, a las letras para la financiación del Tesoro.

7. CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN EN LOS BONOS CONSOLIDADOS Y DE CUSTODIA DE ORO Y DIVISAS

Durante el año 1938 los bancos han debido acudir a la liquidación de parte de sus tenencias de Certificados de Participación en los Bonos Consolidados y de Certificados de Custodia

Colocación de Certificados de Participación en los Bonos Consolidados en 1938

Fecha de emisión de los Certificados	Valor nominal			Certificados en circulación		Interés de las adjudicaciones (*)		
	Ofrecido	Suscripto	Adjudicado (v)	Valor nominal	Valor real	Mínimo	Máximo	Medio
(En miles de m\$u.)						(%)		
Enero 17	70.000	77.000	70.000	301.850	300.502	1,674	2,009	1,906
Febrero 2	49.700	42.900	39.800	291.950	290.640	1,739	2,023	1,931
» 17	50.000	53.650	40.650	282.600	281.336	1,739	2,023	1,789
Marzo 2	27.750	39.450	27.750	282.800	281.525	1,722	1,996	1,913
» 17	120.000	110.000	115.000	305.950	304.435	1,957	1,996	1,992
Abril 2	12.750	8.350	8.350	301.550	300.048	2,018	2,018	2,018
» 13	70.000	48.250	36.500	268.050	266.673	1,992	2,145	2,036
Mayo 2	50.000	39.000	13.000	241.250	239.995	1,996	2,113	2,042
» 17	50.000	53.000	90.000	290.600	289.043	2,035	2,152	2,092
Junio 2	40.000	24.300	30.600	293.450	291.858	2,113	2,191	2,183
» 10	—	—	21.000	312.450	310.761	2,186	2,186	2,186
» 17	60.000	34.000	60.750	313.200	311.471	2,035	2,230	2,226
» 24	—	—	21.000	334.200	332.343	2,218	2,218	2,218
Julio 2	50.000	29.450	43.800	316.650	314.902	2,176	2,295	2,287
» 16	40.000	28.050	28.050	308.200	306.479	2,168	2,284	2,247
Agosto 2	20.000	10.700	10.700	305.900	304.182	2,191	2,309	2,282
» 16	90.000	57.000	57.000	272.900	271.325	2,245	2,323	2,290
» 18	—	—	4.000	276.900	275.302	2,284	2,284	2,284
Setbre. 2	60.000	37.700	37.700	263.000	261.455	2,255	2,374	2,360
» 3	—	—	36.350	299.350	297.481	2,356	2,356	2,356
» 17	60.000	48.000	90.300	328.900	326.683	2,374	2,374	2,374
» 23	—	—	24.210	353.110	350.730	2,388	2,388	2,388
» 24	—	—	6.990	360.100	357.674	2,376	2,376	2,376
Octubre 1º	40.000	23.000	70.700	366.000	363.391	2,361	2,361	2,361
» 17	25.000	20.000	25.000	365.950	363.330	2,309	2,387	2,373
Novbre. 2	10.000	10.900	10.000	354.750	352.197	2,309	2,387	2,366
» 17	40.000	24.500	44.500	346.750	344.212	2,348	2,377	2,375
Dicbre. 2	10.000	13.800	8.800	316.850	314.493	2,360	2,380	2,371
» 17	50.000	33.500	33.500	302.350	300.082	2,360	2,380	2,377

(*) Incluidas las adjudicaciones directas fuera de licitación. (v) Para plazos cercanos a 90 días.

de Oro y Divisas para reponer en su efectivo los fondos que salían en virtud del déficit del balance de pagos y del incremento de los préstamos. Ha podido así evitarse una fuerte declinación en el efectivo, pero en cambio ha disminuído sensiblemente la colocación de esos Certificados. Mientras en diciembre de 1937 el total de ambos papeles colocados por el Banco

Central en los bancos llegaba a m\$n. 545 millones, en igual fecha de 1938 esta cantidad se había reducido a m\$n. 312 millones. En la página anterior se presenta el cuadro acostumbrado con el desarrollo de las operaciones de Certificados de Participación en los Bonos Consolidados.

Adviértese en la columna pertinente la tendencia hacia el alza del tipo de interés, de acuerdo con las nuevas condiciones del mercado.

V. OTRAS ACTIVIDADES DEL BANCO

1. OPERACIONES DE CAMBIO

El alza de la libra y el nivel de precios. El déficit del balance de pagos, tanto en el mercado oficial como en el mercado libre, obligó al Banco Central a vender activamente divisas para satisfacer el exceso de la demanda sobre la oferta. Entre fines de enero y principios de febrero ello determinó la primera depreciación en el mercado libre, cuando el precio de la libra esterlina subió de m\$.n. 16,99 el 28 de enero a m\$.n. 19,05 el 4 de febrero. La continuación de dicho fenómeno determinó una nueva depreciación en el mes de noviembre, en que la libra esterlina volvió a subir de m\$.n. 18,96 a m\$.n. 20,62. Esta variación coincidió con la medida dispuesta por el Gobierno Nacional de modificar el tipo vendedor en el mercado oficial llevándolo de m\$.n. 16 a m\$.n. 17 en virtud de las condiciones del mercado y de las medidas tomadas con respecto al precio de los granos.

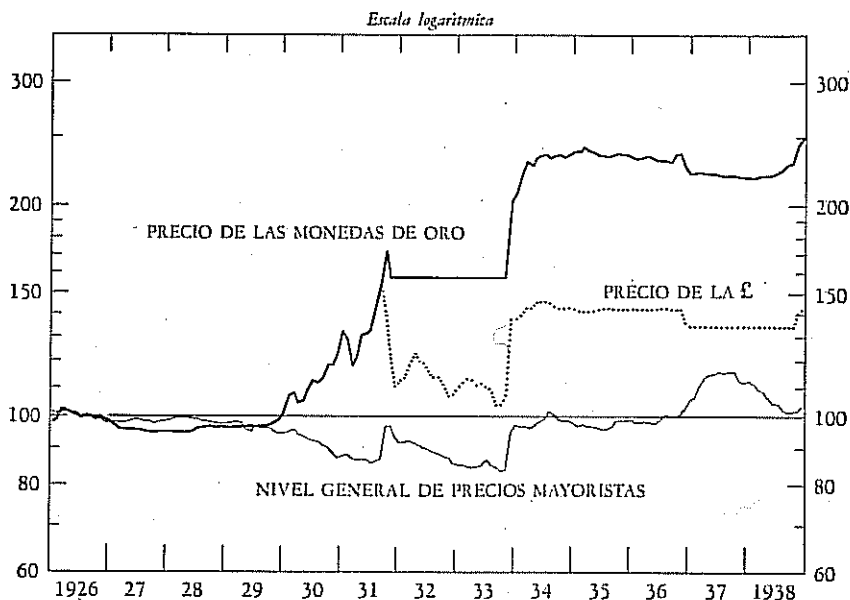
Hemos explicado extensamente en nuestra Memoria anterior la forma en que se inició el déficit en el balance de pagos, y en la presente nos hemos referido en otros lugares a los factores que siguieron desarrollándolo en el curso del año. Sólo resta, pues, ahora, deplorar que circunstancias tan desfavorables como las ocurridas hayan impedido mantener un mayor grado de estabilidad en el mercado libre. Debe señalarse, sin embargo, que no obstante las lamentables repercusiones de este hecho en el orden externo, la depreciación del peso en el mercado libre, según lo anticipamos en nuestra Memoria de 1937, no ha tenido mayor influencia sobre el nivel de los precios internos debido

a la índole de las mercaderías importadas que se pagan en ese mercado, y al hecho de que su proporción en el conjunto de las importaciones no llega a 20 %.

En cambio la valorización de la libra esterlina en el mercado oficial es capaz de producir la elevación del nivel de precios internos. Esto no ha sucedido sin embargo durante 1938,

VALOR DEL ORO Y NIVEL GENERAL DE PRECIOS EN LA ARGENTINA

(Índices, base 1926 = 100)



Nota: El precio de las monedas de oro y de la libra esterlina, ha sido calculado a partir de noviembre de 1933 sobre la base del tipo venta del mercado oficial.

por cuanto bajaron en el año los precios internacionales con una intensidad mayor que la del alza de la libra. En efecto, mientras en diciembre de 1937 el índice general de precios mayoristas en la Argentina era de 111,7 en relación a la base 100 de 1926, en diciembre de 1938 el índice bajó a 103,0. Los precios mayoristas, por lo tanto, se han aproximado bastante al nivel anterior a la crisis, hecho que tiene un importante significado, pues demuestra que a pesar de la sensible desvalorización de la moneda en la última década, los precios se encuentran hoy en una posición cercana a la de comienzos del proceso. El

fenómeno se explica fácilmente por la gran baja de los precios internacionales, que en nuestro país ha sido neutralizada por el alza simultánea en el valor del oro medido en moneda nacional, según se advierte claramente en el gráfico respectivo.

Es obvio, sin embargo, que con un nivel constante en los precios internacionales cualquier depreciación monetaria tendría necesariamente que incidir sobre el nivel interno de precios, según tantas veces lo ha demostrado la experiencia.

Exportación de oro. Debido a la situación expuesta se hizo necesario exportar, a partir del mes de julio, una buena parte del oro importado en el país en 1937 por disposición del Gobierno Nacional. De los m\$.n. 202 millones, valor a que equivalía ese oro para el Fondo de Divisas al precio de 140:4 chelines por onza y de m\$.n. 15 por libra esterlina, quedó la cantidad de m\$.n. 91 millones. El costo de transferencia de ese oro exportado fué de 0,337 % por concepto de fletes, seguros y demás gastos. Al mismo tiempo el Banco Central debió desprenderse, por las razones antedichas, de una fuerte cantidad del oro que mantenía en custodia en el exterior, por cuenta también del Fondo de Divisas. La cantidad neta de oro así negociado alcanzó a un equivalente de £ 16.231.929:11:5, o sea m\$.n. 243 millones al tipo de cambio mencionado. Estas operaciones se realizaron principalmente en el mercado de Londres. Por otra parte, con motivo de la contratación en Nueva York, por el Gobierno Nacional, del empréstito de 25 millones de dólares, se procedió a radicar en esa plaza un equivalente en oro de aproximadamente 6 millones de dólares, o sea m\$.n. 19 millones al mismo tipo.

Préstamos exteriores. Tocó intervenir al Banco en la negociación de cambio originada por el citado empréstito, así como en la relativa a las letras descontadas en el mes de mayo en las plazas de Zurich y Amsterdam por un valor nominal de 40 millones de francos suizos y 12,5 millones de florines. He aquí el resultado de estas operaciones:

Importe neto de la negociación en moneda extranjera	Tipo de conversión a £	Producto en £	Tipo promedio de venta en el mercado libre	Producto en m\$.n.
Fcos. Suizos 39.080.000 ...	21,72	1.799.172	18,94	34.078.882
Florines 12.315.752 ...	8,98	1.371.080	18,97	26.009.905
Dólares 23.143.750 ...	4,76	4.862.847	18,97	92.229.360

2. INSPECCIÓN DE BANCOS

Inspecciones. Ha continuado desarrollándose normalmente el programa de tareas de la Inspección de Bancos. En virtud del plan aprobado en 1938, han sido ya inspeccionados casi todos los bancos importantes del país y no pocas de las entidades secundarias. Realizáronse hasta la fecha 82 inspecciones en entidades cuyos depósitos representan el 92% de los depósitos del conjunto de bancos.

Al realizar estas tareas, el Banco Central ha procedido con el mismo espíritu expuesto en Memorias anteriores, tratando de cooperar con los bancos en la solución de las dificultades que se les presentaban. En algunos casos de entidades cuyos balances presentaban quebrantos o fuertes inmovilizaciones, ha debido considerar planes destinados a sanear o descongelar el balance, sea por la aplicación parcial de las reservas y del capital realizado o mediante la ayuda del Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias. Estas gestiones han podido efectuarse con todo éxito y sin perturbación alguna para la plaza.

También se han realizado algunas inspecciones especiales en materia de cambio. Los resultados han sido en general muy satisfactorios, pero se ha notado que los sistemas que se utilizan para contabilizar las operaciones suelen ser poco claros. Ello ha llevado a estudiar la posibilidad de presentar un sistema simple y uniforme de contabilidad, que podrá ser puesto a disposición de las entidades que quieran en esta forma simplificar sus tareas y facilitar la declaración de sus operaciones al Banco Central, de acuerdo con las normas establecidas por el control de cambios.

Efectivo mínimo. Las disposiciones sobre efectivo mínimo han seguido cumpliéndose en forma satisfactoria. El conjunto de Bancos sigue teniendo un exceso apreciable de efectivo con respecto al mínimo legal, si bien la cifra, por razones mencionadas en otro lugar, se ha reducido en el curso del año. El déficit de efectivo también ha sido relativamente pequeño, como se desprende del cuadro que figura en la página siguiente.

Este déficit, como en el año anterior, correspondió a entidades de pequeña importancia que están por lo general sometidas a planes de reconstrucción. De acuerdo con las facultades que le da la Ley, el Banco Central ha negado la distribución

de dividendos a las entidades que no cumplían regularmente con su efectivo, lo mismo que a aquellas que, según pudo comprobarse en inspecciones realizadas, tenían quebrantos que convenía amortizar con dichas utilidades.

Estado de los bancos. En el mes de febrero pasado se ha comenzado a publicar con regularidad el Estado de los Bancos prescripto por la Ley según los formularios establecidos por el Banco Central.

Entidades cooperativas. Un estudio cuidadoso del funcionamiento de las cooperativas llevó a la conclusión de que, en general, los fondos recibidos por ellas no tienen carácter de depósitos bancarios. Después de estudiado este asunto por el

Obligaciones, efectivo real y excedente neto sobre el mínimo legal en 1938
(Promedio mensual de saldos diarios, en miles de m\$N.)

Meses	Obligaciones			Efectivo real		Diferencia s/ el efectivo mínimo		
	A la vista	A plazo	Total	Cantidad	%			
						Exceso	Déficit	Exc. neto
Enero ...	1.843.886	2.436.977	4.280.863	752.733	17,6	263.371	603	262.768
Febrero .	1.832.374	2.453.735	4.286.109	781.625	18,3	292.740	578	292.162
Marzo ...	1.853.087	2.448.510	4.301.597	768.038	17,9	276.488	800	275.688
Abril	1.819.648	2.449.520	4.269.168	771.832	18,1	285.772	1.021	284.751
Mayo ...	1.778.740	2.445.483	4.224.223	767.493	18,2	288.641	1.366	287.275
Junio ...	1.758.291	2.442.537	4.200.828	702.331	16,7	226.705	1.082	225.623
Julio	1.724.046	2.442.935	4.166.981	704.646	16,9	234.346	976	233.370
Agosto ...	1.701.487	2.439.173	4.140.660	742.710	17,9	277.009	1.655	275.354
Setbre. .	1.728.572	2.423.729	4.152.301	748.823	18,0	279.963	1.588	278.375
Octubre..	1.719.484	2.412.745	4.132.229	719.258	17,4	252.875	1.729	251.146
Novbre. .	1.715.912	2.399.616	4.115.528	713.670	17,2	248.874	1.706	247.168
Dicbre. .	1.729.270	2.384.110	4.113.380	711.663	17,3	245.689	1.426	244.263
Promedio	1.767.066	2.431.589	4.198.655	740.402	17,6	264.373	1.211	263.162

Banco Central, el Poder Ejecutivo de la Nación dictó el 21 de octubre último el Decreto N° 15.130, de acuerdo con el cual las cooperativas se clasifican en bancarias y no bancarias, según sean las características de su activo y pasivo y la relación entre los fondos recibidos de sus socios y el capital social. Las primeras quedan sometidas a la Ley de Bancos, en tanto que las no bancarias deben tomar todas las medidas necesarias para evitar que el público las confunda con entidades sujetas al control y reglamentación de la Ley de Bancos; a fin de asegurar que dichas medidas son adoptadas, el Banco Central podrá requerirles

informes e inspeccionarlas. El Decreto citado responde al propósito primordial de no perturbar el desarrollo de aquellas cooperativas que, no obstante recibir fondos de sus asociados, si bien en cantidad limitada, se dedican fundamentalmente a actividades que no tienen carácter bancario.

3. MONEDA SUBSIDIARIA

Hasta la fecha no se ha alterado la cantidad de m\$.n. 212 millones a que ascendía la emisión de moneda subsidiaria al establecerse el Banco Central el 31 de mayo de 1935. Entonces tenía el Banco Central en sus propias arcas m\$.n. 11 millones de esta moneda, de manera que en el público y los bancos quedaba el saldo de m\$.n. 201 millones. Como las necesidades de la circulación han ido creciendo constantemente, las existencias de moneda subsidiaria en las arcas del Banco Central han disminuído en tal forma que al 31 de diciembre pasado alcanzaban apenas a m\$.n. 2,2 millones. Tal hecho ha obligado a restringir el canje de moneda subsidiaria por billetes del Banco Central, y limitarse por lo general a canjear o renovar entre sí moneda subsidiaria de distintas denominaciones.

La Ley prevé el aumento de esta emisión por el Gobierno Nacional a pedido del Banco Central y siempre que su cantidad no sobrepase de m\$.n. 20 por habitante. El Banco no ha creído conveniente formular aún un pedido de ampliación hasta no cerciorarse de si el crecimiento de la demanda de esta moneda, sobre todo en 1938, responde a factores transitorios o a un desarrollo orgánico en las necesidades de la circulación. La experiencia del momento actual podrá ser definitiva a este respecto.

La carencia de monedas divisionarias de uno y dos centavos ha seguido haciéndose sentir en el curso de 1938. Los continuos requerimientos que formulan reparticiones públicas, así como los pedidos de empresas industriales y comerciales que necesitan esas monedas para sus pagos, no pueden atenderse satisfactoriamente por la exigua cantidad de las existencias actuales de las monedas de tales denominaciones.

4. ADELANTOS TRANSITORIOS AL GOBIERNO NACIONAL

De acuerdo con el art. 44 de la Ley N° 12.155, el Banco está facultado para hacer adelantos al Gobierno Nacional, a fin

de cubrir deficiencias transitorias en la recaudación, hasta un 10 % del promedio de los recursos en efectivo que éste haya obtenido en los últimos tres años.

El promedio mencionado correspondiente a los años 1935-37 asciende a m\$n. 904 millones, siendo por lo tanto m\$n. 90 millones el máximo acordable.

Durante el año 1938 el Banco acordó los créditos solicitados por el Gobierno, que fluctuaron entre m\$n. 10 y m\$n. 70 millones. La mayor suma utilizada alcanzó a m\$n. 68 millones.

Estos importes fueron usados principalmente por el Gobierno Nacional en los últimos y primeros días de cada mes. Disminuyeron sensiblemente a mediados de ellos hasta cancelarse totalmente por períodos que oscilaron entre 8 y 22 días durante los meses de enero, febrero, mayo, julio, agosto y noviembre. En junio no se recurrió a ningún adelanto.

Al 31 de diciembre, el saldo deudor por este concepto ascendía a m\$n. 50 millones.

VI. RESULTADOS DEL EJERCICIO Y DIVERSOS

I. BENEFICIOS DEL AÑO

El cierre del cuarto ejercicio acusa un beneficio neto de m\$.n. 5.183.822 que resulta de la diferencia entre m\$.n. 20.062.364 a que ascendieron los recursos y m\$.n. 14.878.542 que importan las erogaciones del año.

La composición de estas cifras se explica en el siguiente cuadro, que incluye con fines comparativos las correspondientes a los ejercicios anteriores:

Resultado del ejercicio financiero

Conceptos	1935 (7 meses)	1936	1937	1938
	(En m\$.n.)			
Recursos brutos	8.465.479	18.746.882	26.208.273	20.062.364
Intereses (*)	8.047.272	16.528.825	22.397.861	15.177.921
Comisiones	415.349	2.102.585	3.416.862	3.955.072
Diversos	2.858	115.472	393.550	929.371
Erogaciones	4.775.690	12.746.709	18.822.159	14.878.542
Intereses y Comisiones	3.089.047	6.570.176	12.266.363	8.399.770
Gastos Generales	1.222.400	2.609.013	3.264.140	3.573.374
Gastos extraord. y otros	—	709.263	608.267	1.359.300
Amortizaciones ordinar.	—	1.267.586	2.425.788	1.278.659
Amortizac. de inmuebles	414.500	1.415.499	—	—
Diversos	49.743	175.172	257.601	267.439
Utilidad neta	3.689.789	6.000.173	7.386.114	5.183.822

(*) Excluidos m\$.n. 5.230.070 y m\$.n. 7.269.030 de "Intereses en Suspense" en 1937 y 1938, respectivamente.

Como puede advertirse, siguiendo el Banco sus medidas de previsión ha tomado de los ingresos del año m\$.n. 7.269.030 que incorporó a la cuenta "Intereses en Suspense", con la finalidad explicada ya en la Memoria correspondiente al ejercicio anterior.

Con respecto a los resultados obtenidos en el año 1938, cabe aclarar que se han contabilizado como recursos no sólo los realmente percibidos, sino también los devengados al día del cierre del ejercicio. Un procedimiento análogo se ha seguido con las erogaciones, asentando en las cuentas respectivas los compromisos del año, aun aquellos que se hagan efectivos en el curso de 1939.

Establecido así el beneficio neto, corresponde distribuirlo en la forma fijada por la Ley de Creación del Banco Central. Como su artículo 51 dispone que “se destinará el 20 % de las utilidades líquidas al Fondo de Reserva General hasta que éste alcance un monto equivalente al 25 % del capital suscrito” y que “una vez alcanzado este monto, se destinará al Fondo de Reserva General el 10 % de las utilidades líquidas...,” corresponde aplicar este último por ciento sobre los beneficios netos, o sea m\$. 518.382, por haberse cumplido el primer requisito.

Del remanente m\$. 4.665.440, se propone a la Asamblea de Bancos Accionistas abonar el 5 % en concepto de dividendo sobre acciones en la siguiente forma:

	m\$.
Al Gobierno Nacional, sobre m\$. 10.000.000 de acciones integradas.....	500.000,00
A los Bancos Accionistas y otros, sobre las acciones integradas ⁽¹⁾	465.438,00
Total	965.438,00

(1) Comprendidas las acciones readquiridas por el Banco Central.

Resulta así un saldo por distribuir de m\$. 3.700.002. De acuerdo con la Ley, el 10% de esa suma, o sea m\$. 370.000, corresponde destinarlo también al Fondo de Reserva General. El remanente final de m\$. 3.330.002 debe acreditarse al Gobierno de la Nación.

Como se recordará, el Banco tiene constituida una reserva especial de m\$. 2.500.000 para ampliación de local y contingencias. Pero afortunadamente no ha sido necesario hacer uso de esta reserva para abonar los gastos de construcción de 1938 que llegaron a m\$. 1.359.300; fueron totalmente cubiertos con los recursos del ejercicio. Por esa razón se propone reducirla a m\$. 1.500.000 transfiriendo el excedente de m\$. 1.000.000 a la cuenta “Reserva Especial de Previsión”, que tiene actualmente un saldo de m\$. 1.500.000.

Es digno de destacarse, asimismo, el hecho de que, con los recursos del año, además de las amortizaciones ordinarias de m\$.n. 1.278.659 se ha castigado nuestra cartera de títulos en m\$.n. 1.202.400, aplicándoles uniformemente una rebaja de 15 % a su valor bursátil.

2. RESERVAS

El siguiente cuadro demuestra cuál es el estado de las reservas del Banco por todo concepto, sumadas ya las que se someten a aprobación de la Asamblea:

Reservas del Banco Central

Ejercicios	Fondo de Reserva General			Otras reservas		Total general
	20 %	10 %	Total	Especiales	para Bonos Consolidados	
	(En m\$.)					
1935..	737.958	258.135	996.093	600.000	—	1.596.093
1936..	1.200.035	389.859	1.589.894	1.500.000	—	3.089.894
1937..	1.477.223	494.345	1.971.568	1.900.000	5.230.970	9.102.538
1938..	(10%) 518.382	370.000	888.382	—	7.269.030	8.157.412
Total	3.933.598	1.512.339	5.445.937	4.000.000	12.500.000	21.945.937

Como puede apreciarse, el total de reservas se eleva a m\$.n. 21.945.937 incluyendo m\$.n. 12.500.000 de la cuenta "Intereses en Suspense". En lo que se relaciona con esta reserva de "Intereses en Suspense", este Directorio resolvió — supeditándolo a la aprobación de la Asamblea — limitar su monto a m\$.n. 12.500.000 y utilizar el excedente que resulta del ajuste de cuentas de fin de ejercicio a amortizar la cartera de títulos del Banco. Además, consideró descartada la posibilidad de tener que aplicar esos m\$.n. 12.500.000 en el próximo ejercicio a cubrir diferencias de los intereses que debe abonar el Banco siguiendo su política de absorción de fondos excedentes. En consecuencia, solicitamos a la Asamblea de Bancos Accionistas que, conforme con las atribuciones que le confiere el artículo 24, inc. b, de la Ley de Creación del Banco Central, autorice la transferencia definitiva de esa suma a un Fondo de Reserva Especial, destinado a cubrir las posibles diferencias que puedan ocurrir en caso de venta definitiva de Bonos Consolidados del Tesoro Nacional.

Esta política confirma el sano propósito que se ha impuesto al Banco de amortizar intensamente sus valores activos, constituyendo oportunas reservas en la medida en que lo permitan los beneficios obtenidos.

Debido a la formación de la nueva reserva que acaba de mencionarse, al incremento de práctica en el Fondo de Reserva General y a la amortización anual de los Bonos Consolidados del Tesoro Nacional, el Banco Central podrá invertir en títulos, en el ejercicio de 1939, la cantidad de m\$.n. 15.500.000 que, unida a sus tenencias actuales de valores del Estado, llevarán el monto total de éstas a una suma de aproximadamente m\$.n. 50.000.000.

3. LOCAL DEL BANCO

Según se expuso en la Memoria anterior, al finalizar el ejercicio 1937 el H. Directorio resolvió iniciar las obras de construcción de un edificio sobre el terreno de la calle Reconquista 258-74, en comunicación con el viejo edificio de la calle San Martín. Con su terminación será posible reunir en un solo conjunto las oficinas que todavía permanecen dispersas.

4. ASISTENCIA AL PERSONAL

Caja de Anticipos. Creada en abril de 1937 para llevar la ayuda pecuniaria al empleado del Banco que tuviera una necesidad justificada de crédito, dió comienzo a sus operaciones dotada de un capital inicial de m\$.n. 100.000. Los préstamos acordados se elevaron a 190 y su monto alcanzó a m\$.n. 65.200.

Servicio médico. A comienzos de 1938, según lo anunciado en la última Memoria, se contrató con un moderno Sanatorio de esta Capital la asistencia médica del personal del Banco y de la familia a su cargo.

Es altamente satisfactorio dejar consignada la importancia que este servicio médico y preventivo ha adquirido, en el curso de un año escaso, desde su implantación.

La contratación del servicio se ha hecho mediante el convenio de un arancel reducido, y los gastos de atención médica son cubiertos por el empleado y el Banco en partes inversamente proporcionales a una escala de sueldos establecida.

El total de casos atendidos en el período que se comenta ascendió a 2.683 y el importe del tratamiento a m\$n. 39.800, de los cuales m\$n. 10.300 fueron a cargo del empleado, y el resto, o sea m\$n. 29.500, a cargo del Banco.

Seguro colectivo. A mediados de año se aprobó el convenio con una Compañía de Seguros de plaza para la contratación de un seguro colectivo al personal de la Institución. Al pago de la prima contribuye el Banco con una proporción fija y el empleado con el importe de la diferencia, que aumenta de m\$n. 0,73 a m\$n. 5,12 de acuerdo con los capitales asegurados. Estos capitales oscilan entre m\$n. 4.000 y m\$n. 10.000, conforme a una escala de sueldos establecida.

5. RENOVACIÓN DE DIRECTORIO

El 30 de marzo de 1938 el Sector de Bancos Nacionales procedió a reelegir al señor Director don Enrique Becquerel por un nuevo período de tres años a contar desde el 31 de mayo de 1938, fecha en que terminaba su mandato.

Por su parte, el Sector Banco de la Provincia de Buenos Aires y demás bancos provinciales y mixtos reeligió por el término de ley al señor Director don Saturnino Llorente Torroba, cuyo mandato finalizaba el 31 de mayo último.

El Sector de Bancos Extranjeros, a su vez, resolvió elegir Director al señor don Leo D. Welch por un período de tres años contados desde el 31 de mayo de 1938, en reemplazo del señor Director doctor don Dino Poli cuyo mandato expiraba en esa fecha.

El Directorio del Banco de la Nación Argentina resolvió también reelegir por un nuevo término a su Presidente, el señor don Jorge A. Santamarina.

El 31 de mayo de 1939 expiran los mandatos de los señores Directores doctor don Cosme Massini Ezcurra en representación del Poder Ejecutivo Nacional; don Eduardo Grané, elegido por el Sector de Bancos Nacionales; don Juan Welsh, designado por el Sector de Bancos Extranjeros, y don Roberto W. Roberts, elegido por los Bancos Accionistas en conjunto, atendiendo a su carácter de industrial.

En consecuencia, corresponde a la Asamblea designar los respectivos reemplazantes.

El Banco se complace en acompañar a esta Memoria copia del informe del señor Síndico por el cual se aprueba el Balance y la cuenta de Ganancias y Pérdidas correspondientes al cuarto ejercicio.

Buenos Aires, marzo de 1939.

VII. BALANCE, CUADROS Y GRAFICOS

BALANCE AL 31 DE DICIEMBRE DE 1938

Activo	m\$N.
Oro en el País	1.224.417.845,96
Oro en el País, Ampliación del Fondo de Divisas }	71.350.887,83
Oro y Divisas, Corresponsales en el Exterior }	
Compradores a Término de Divisas	18.384.302,38
Moneda Subsidiaria	2.198.308,10
Bono de Garantía	118.883.755,44
Bonos Consolidados del Tesoro Nacional	396.909.100,00
Títulos Nacionales - Art. 34 - Ley N° 12.155	28.938.575,69
Inmuebles	1,00
Adelantos Trans. al Gob. Nac. - Art. 44, Ley N° 12.155	50.255.401,26
Diversos	5.603.206,25
	<u>1.916.941.183,91</u>
Cuentas de Orden	378.379.515,18
	<u>2.295.320.699,09</u>

Pasivo	
Capital Suscripto	20.000.000,00
Fondo de Reserva General	4.557.554,98
Reserva Especial de Previsión	1.500.000,00
Reserva Especial para Ampliación de Local y Contingencias	2.500.000,00
Divisas Vendidas a Término	18.384.302,38
Billetes en Circulación	1.117.957.380,00
Cuentas Corrientes Bancarias	320.583.874,56
Cuentas Corrientes Oficiales	109.706.352,79
Cuentas Corrientes Varias	914.099,11
Certificados de Particip. en los Bonos Consolid. del Tes. Nac.	302.350.000,00
Diversos	13.303.797,92
Ganancias y Pérdidas	5.183.822,17
	<u>1.916.941.183,91</u>
Cuentas de Orden	378.379.515,18
	<u>2.295.320.699,09</u>

% de garantía en oro y divisas, con respecto a:	
Billetes emitidos en circulación	115,90
Billetes emitidos en circulación y Oblig. a la vista. (Ley N° 12.155. Art. 39)	83,00

CUENTA DE GANANCIAS Y PERDIDAS

DEBE		
Intereses Pagados:		
s/Cert. Bonos Consolidados	5.888.644,52	
s/Cert. Cust. de Oro y Div.	2.286.078,90	
s/Diversos	494,62	
	<u>8.168.157,34</u>	
Comisiones Pagadas	231.612,40	
Gastos Generales	3.840.813,68	
Gastos Extraordinarios	1.359.300,10	
Amortizaciones Ordinarias	1.278.658,77	14.878.542,29
Utilidad Neta		5.183.822,17
		<u>20.062.364,46</u>
HABER		
Intereses Cobrados:		
s/Bonos Consolidados	12.915.459,25	
s/Inv. en Oro y Divisas	7.291.347,68	
	<u>20.206.806,93</u>	
A deducir "Int. en Susp."	7.289.020,61	
	<u>12.917.777,32</u>	
s/Diversos	2.240.148,49	15.177.920,81
Comisiones Cobradas	3.955.072,11	
Recursos Varios	929.371,54	20.062.364,46

RAÚL PREBISCH
Gerente General

ERNESTO BOSCH
Presidente

CARLOS C. BECKMANN
Contador

CIFRAS SEMANALES DE LOS PRINCIPALES RUBROS DEL ACTIVO

Saldo al día:	Existencias de oro y divisas					Bono de Garantía sin interés	Existencia de moneda subsidiaria	Inversión en Títulos Nacionales	Bonos Consolidados del Tesoro Nacional	Ade- launtos Tran- sitos al Gov. Nacio- nal
	Oro en el país (1)	Ampliación del Fdo. de Divisas (2)	Total	% de garantía						
				s/billetes	s/total (3)					
1936	(En millones de m\$n.)									
31 dicbre.	1.224,4	303,3	1.527,7	139,65	92,80	118,9	4,2	18,9	399,0	—
1937										
31 dicbre.	1.224,4	197,3	1.421,7	123,65	86,87	118,9	2,5	23,7	398,0	17,1
1938										
7 enero	1.224,4	193,2	1.417,6	123,62	86,60	118,9	2,6	23,7	398,0	17,4
15 »	1.224,4	183,9	1.408,3	123,85	87,43	118,9	3,4	23,7	398,0	1,2
23 »	1.224,4	179,6	1.404,0	122,73	86,95	118,9	3,0	25,0	398,0	—
31 »	1.224,4	167,4	1.391,8	121,09	86,97	118,9	2,9	25,0	398,0	—
7 febrero	1.224,4	158,3	1.382,7	119,87	85,71	118,9	2,3	25,0	398,0	7,2
15 »	1.224,4	178,8	1.403,2	122,09	86,36	118,9	2,6	25,0	398,0	2,8
23 »	1.224,4	175,1	1.399,5	121,57	85,63	118,9	3,0	25,0	398,0	—
28 »	1.224,4	174,7	1.399,1	120,02	84,50	118,9	1,9	25,0	398,0	26,8
7 marzo	1.224,4	173,0	1.397,4	119,94	84,72	118,9	1,7	25,0	398,0	22,6
15 »	1.224,4	159,3	1.383,7	119,45	84,78	118,9	2,3	25,0	398,0	18,8
23 »	1.224,4	154,3	1.378,7	121,00	86,67	118,9	3,0	25,0	398,0	7,2
31 »	1.224,4	128,3	1.352,7	118,81	85,53	118,9	2,2	27,4	398,0	23,5
7 abril	1.224,4	126,9	1.351,3	118,89	84,98	118,9	2,6	28,8	398,0	23,1
15 »	1.224,4	130,3	1.354,7	119,70	83,53	118,9	2,4	28,9	398,0	22,0
23 »	1.224,4	124,5	1.348,9	120,05	83,95	118,9	3,6	28,5	398,0	9,5
30 »	1.224,4	114,6	1.339,0	118,72	83,77	118,9	3,0	26,9	398,0	10,5
7 mayo	1.224,4	119,3	1.343,7	118,61	82,93	118,9	2,6	26,9	398,0	—
15 »	1.224,4	121,2	1.345,6	121,43	83,01	118,9	3,5	28,9	398,0	—
23 »	1.224,4	121,5	1.345,9	123,21	85,52	118,9	4,3	28,9	398,0	—
31 »	1.224,4	122,0	1.346,4	122,43	85,72	118,9	2,8	28,9	398,0	—
7 junio	1.224,4	117,4	1.341,8	122,07	85,79	118,9	2,1	29,9	396,9	—
15 »	1.224,4	119,3	1.343,7	123,81	87,16	118,9	3,3	29,9	396,9	—
23 »	1.224,4	116,3	1.340,7	125,08	87,12	118,9	4,4	29,9	396,9	—
30 »	1.224,4	116,0	1.340,4	123,45	88,34	118,9	3,8	29,9	396,9	—
7 julio	1.224,4	113,3	1.337,7	121,80	87,34	118,9	3,1	29,9	396,9	—
15 »	1.224,4	106,1	1.330,5	122,59	87,26	118,9	3,5	29,9	396,9	—
23 »	1.224,4	96,8	1.321,2	122,67	86,54	118,9	4,0	29,9	396,9	—
31 »	1.224,4	99,9	1.324,3	122,14	86,37	118,9	3,3	29,9	396,9	3,5
7 agosto	1.224,4	94,3	1.318,7	121,57	86,51	118,9	3,0	29,9	396,9	—
15 »	1.224,4	98,6	1.323,0	122,83	86,43	118,9	3,9	29,9	396,9	—
23 »	1.224,4	102,3	1.326,7	124,31	84,90	118,9	4,5	29,9	396,9	—
31 »	1.224,4	101,1	1.325,5	122,11	83,78	118,9	3,9	29,9	396,9	20,8
7 setbre.	1.224,4	97,2	1.321,6	121,05	85,24	118,9	4,0	29,9	396,9	19,1
15 »	1.224,4	116,2	1.340,6	123,56	85,33	118,9	5,0	29,9	396,9	19,6
23 »	1.224,4	107,4	1.331,8	123,35	86,66	118,9	5,6	29,9	396,9	11,8
30 »	1.224,4	110,8	1.335,2	120,65	86,53	118,9	4,1	29,9	396,9	56,9
7 octbre.	1.224,4	103,6	1.328,0	119,65	86,76	118,9	3,7	29,9	396,9	58,5
15 »	1.224,4	105,4	1.329,8	122,11	86,74	118,9	4,3	29,9	396,9	56,0
23 »	1.224,4	100,3	1.324,7	123,19	86,77	118,9	5,0	29,9	396,9	43,0
31 »	1.224,4	95,0	1.319,4	125,29	85,98	118,9	4,4	29,9	396,9	59,4
7 novbre.	1.224,4	91,1	1.315,5	124,13	86,22	118,9	4,0	29,9	396,9	54,4
15 »	1.224,4	101,8	1.326,2	126,30	86,14	118,9	5,1	29,9	396,9	56,4
23 »	1.224,4	99,6	1.324,0	126,89	87,17	118,9	5,0	29,9	396,9	—
30 »	1.224,4	93,6	1.318,0	124,41	85,08	118,9	3,9	29,9	396,9	37,0
7 dicbre.	1.224,4	77,5	1.301,9	121,10	85,05	118,9	3,9	29,9	396,9	38,9
15 »	1.224,4	74,7	1.299,1	119,99	85,60	118,9	3,5	29,9	396,9	28,8
23 »	1.224,4	70,5	1.294,9	116,80	83,07	118,9	2,9	29,9	396,9	60,0
31 »	1.224,4	71,4	1.295,8	115,90	83,60	118,9	2,2	28,9	396,9	50,3

(*) Oro transferido de la Caja de Conversión. (2) Oro en el país y, Oro y Divisas, Corresponsales en el exterior. (1) Billetes más Obligaciones a la Vista.

CIFRAS SEMANALES DE LOS PRINCIPALES RUBROS DEL PASIVO

Saldo al día:	Billetes del Banco Central	Obligaciones a la Vista					Obligaciones a la Vista + billetes	Certificados de Participación en los Bonos Consolid.
		Cuentas Corrientes			Diversos	Total		
		Bancarias	Oficiales	Varias				
(En millones de m\$u.)								
1936								
31 dicbre.	1.093,9	426,0	120,8	4,9	0,5	552,2	1.646,1	399,0
1937								
31 dicbre.	1.149,8	355,4	125,0	4,9	1,5	486,8	1.636,6	310,5
1938								
7 enero	1.146,8	354,4	130,3	3,8	1,6	490,1	1.636,9	310,5
15 >	1.137,1	344,0	125,1	3,4	1,2	473,7	1.610,8	310,5
23 >	1.144,0	355,4	110,6	4,0	0,8	470,8	1.614,8	301,9
31 >	1.149,4	333,3	114,0	3,3	0,4	451,0	1.600,4	301,9
7 febrero	1.153,5	345,6	108,5	4,7	1,0	459,8	1.613,3	292,0
15 >	1.149,4	370,2	100,7	3,3	1,3	475,5	1.624,8	292,0
23 >	1.151,2	363,5	115,7	3,3	0,7	483,2	1.634,4	282,6
28 >	1.165,8	359,8	124,7	4,5	1,1	490,1	1.655,8	282,6
7 marzo	1.165,1	365,5	114,6	2,9	1,4	484,4	1.649,5	282,8
15 >	1.158,4	348,4	121,1	3,2	1,1	473,8	1.632,2	282,8
23 >	1.139,5	325,0	122,0	3,2	1,1	451,3	1.590,8	306,0
31 >	1.138,5	330,7	108,3	3,0	1,1	443,1	1.581,6	306,0
7 abril	1.136,6	348,0	101,1	2,5	1,9	453,5	1.590,1	301,6
15 >	1.131,8	382,6	104,2	2,4	0,8	490,0	1.621,8	268,1
23 >	1.123,6	375,0	105,1	2,2	1,0	483,3	1.606,9	268,1
30 >	1.127,8	354,6	113,3	1,8	0,9	470,6	1.598,4	268,1
7 mayo	1.132,9	370,4	114,0	1,7	1,4	487,5	1.620,3	241,3
15 >	1.108,1	374,4	136,3	1,5	0,8	513,0	1.621,1	241,3
23 >	1.092,4	335,3	139,9	5,1	1,1	481,4	1.573,7	290,6
31 >	1.099,7	327,0	141,7	1,6	0,6	470,9	1.570,7	290,6
7 junio	1.099,3	327,2	135,2	1,2	1,3	464,9	1.564,1	293,5
15 >	1.085,3	316,2	137,8	1,2	1,0	456,2	1.541,6	312,5
23 >	1.071,9	320,7	144,3	1,2	0,8	467,0	1.538,9	313,2
30 >	1.085,8	311,8	117,5	1,5	0,8	431,6	1.517,4	334,2
7 julio	1.098,3	329,6	101,2	1,2	1,3	433,3	1.531,6	316,6
15 >	1.085,3	307,9	129,0	1,4	1,2	439,5	1.524,9	316,7
23 >	1.077,0	305,6	141,5	1,7	1,0	449,8	1.526,8	308,2
31 >	1.084,2	320,5	126,0	1,8	0,8	449,1	1.533,3	308,2
7 agosto	1.084,7	329,3	105,0	4,0	1,3	439,6	1.524,3	305,9
15 >	1.077,1	339,2	111,4	2,2	0,9	453,7	1.530,8	305,9
23 >	1.067,2	375,0	118,0	1,7	0,8	495,5	1.562,7	276,9
31 >	1.085,5	379,4	115,0	1,5	0,8	496,7	1.582,2	276,9
7 septbre.	1.091,8	361,8	95,2	0,8	0,8	458,6	1.550,4	299,3
15 >	1.085,0	378,4	105,6	1,1	0,9	486,0	1.571,0	299,3
23 >	1.079,7	316,5	104,0	1,3	0,7	422,5	1.502,2	353,1
30 >	1.106,7	327,4	106,0	2,1	0,8	436,3	1.543,0	360,1
7 octubre	1.109,8	320,0	98,6	1,1	1,1	420,8	1.530,6	366,0
15 >	1.089,0	327,2	113,1	2,1	1,6	444,0	1.533,0	366,0
23 >	1.075,3	333,8	115,2	1,7	0,6	451,3	1.526,6	355,4
31 >	1.053,0	371,5	108,5	0,7	0,8	481,5	1.534,5	355,4
7 novbre.	1.059,8	358,8	105,4	1,0	0,7	465,9	1.525,7	354,7
15 >	1.050,1	369,5	116,4	0,7	3,0	489,6	1.539,6	354,7
23 >	1.043,4	364,9	108,7	1,2	0,8	475,6	1.519,0	316,7
30 >	1.059,4	363,4	124,9	0,6	0,8	489,7	1.549,0	316,7
7 dicbre.	1.075,1	351,0	103,5	0,5	0,7	455,7	1.530,8	316,8
15 >	1.082,7	314,7	118,5	0,7	1,1	435,0	1.517,6	316,8
23 >	1.108,6	319,3	128,8	1,4	0,7	450,2	1.558,9	302,3
31 >	1.118,0	320,6	109,7	0,9	0,8	432,0	1.550,0	302,4

ACCIONES Y VOTOS CORRESPONDIENTES A LOS BANCOS ACCIONISTAS

Banco	Nº de acciones	Nº de votos
de la Nación Argentina	2.000	783
Bancos provinciales o mixtos	1.918	1.560
de la Provincia de Buenos Aires	1.141	783
Provincial de Tucumán	216	216
de Córdoba	214	214
Provincial de Santa Fe (Rosario)	139	139
Provincial de Santa Fe (Santa Fe)	76	76
Provincial de Salta	70	70
de Mendoza	36	36
Provincial de Santiago del Estero	16	16
Provincial de Jujuy	10	10
Bancos nacionales	2.343	2.343
de Italia y Río de la Plata	518	518
Español del Río de la Plata Limitado	456	456
de Galicia y Buenos Aires	235	235
Popular Argentino	228	228
Francés del Río de la Plata	213	213
Nuevo Italiano	137	137
Montserrat Ltda.	114	114
Comercial de Tucumán	67	67
de Avellaneda	58	58
Comercial Argentino	46	46
Popular Israelita	42	42
Comercial del Tandil	34	34
Sirio Libanés del Río de la Plata	29	29
Popular de Corrientes	29	29
de Olavarría	27	27
Crédito Provincial de La Plata	25	25
Popular de Quilmes	23	23
Comercial de Rosario	23	23
Comercial de Tres Arroyos	23	23
Nuevo de Azul	16	16
Bancos extranjeros	1.571	1.571
de Londres y América del Sud	593	593
Alemán Transatlántico	189	189
Germánico de la América del Sud	156	156
Francés e Italiano para la América del Sud..	130	130
Holandés Unido	114	114
The First National Bank of Boston	108	108
Italo Belga	104	104
The National City Bank of New York	67	67
Supervielle y Cía.	55	55
The Royal Bank of Canada	54	54
Di Napoli	1	1
Totales	7.832	6.257

EMISION CIRCULANTE Y SU GARANTIA

Emisión de billetes y moneda subsidiaria y su distribución entre el público y los bancos

Diciembre 31	Emisión			Distribución (*)	
	Billetes del B.C.R.A.	Moneda subsidiaria (*)	Total	En el público	En los bancos
(En millones de m\$n.)					
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	1.149,8	209,3	1.359,1	989,9	369,2
1938	1.118,0	209,6	1.327,6	984,8	342,8

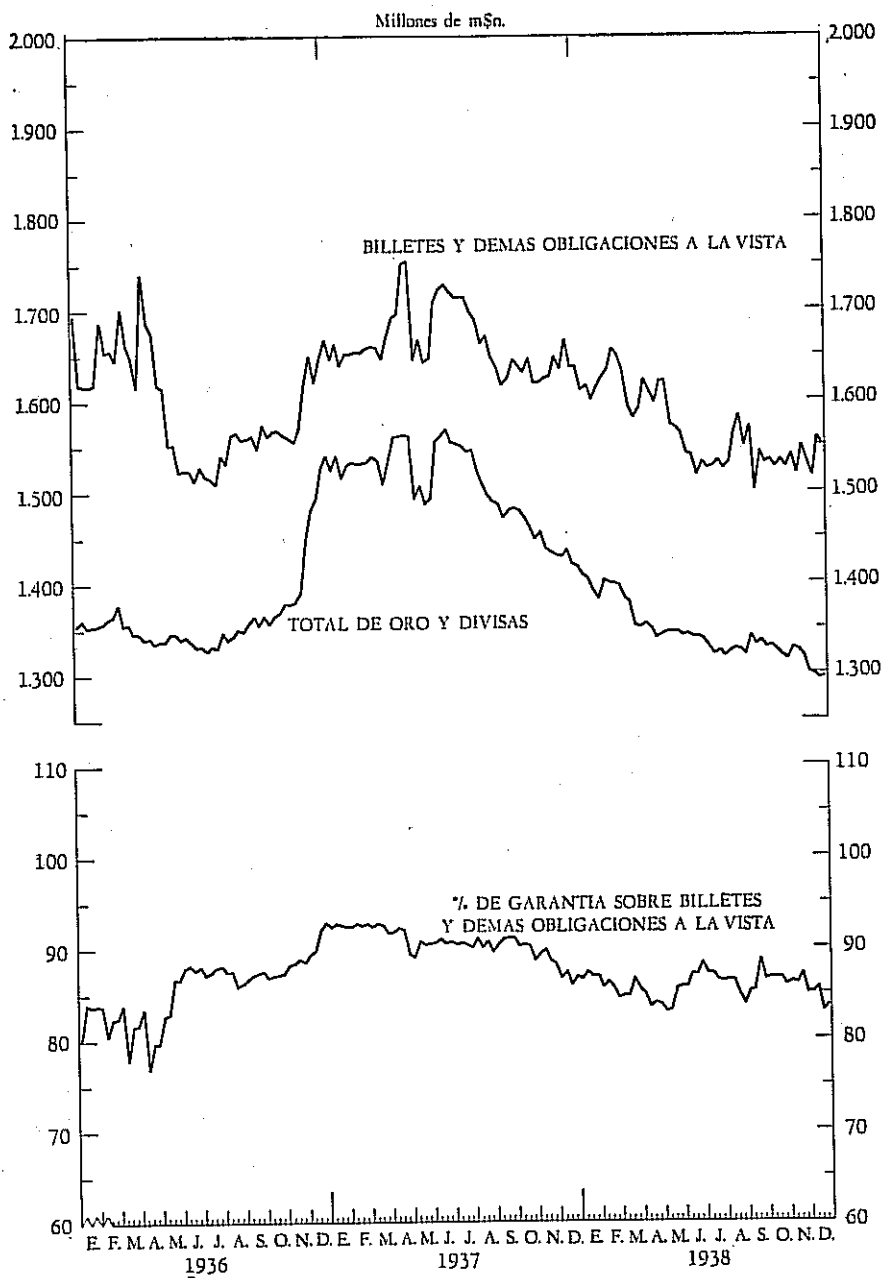
Garantía de los billetes y demás obligaciones a la vista del Banco Central

Diciembre 31	Obligaciones a la Vista			Total de oro y divisas (*)	% de garantía sobre:	
	Billetes	Otras obligaciones	Total		Billetes	Total de obligaciones
(En millones de m\$n.)				(%)		
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

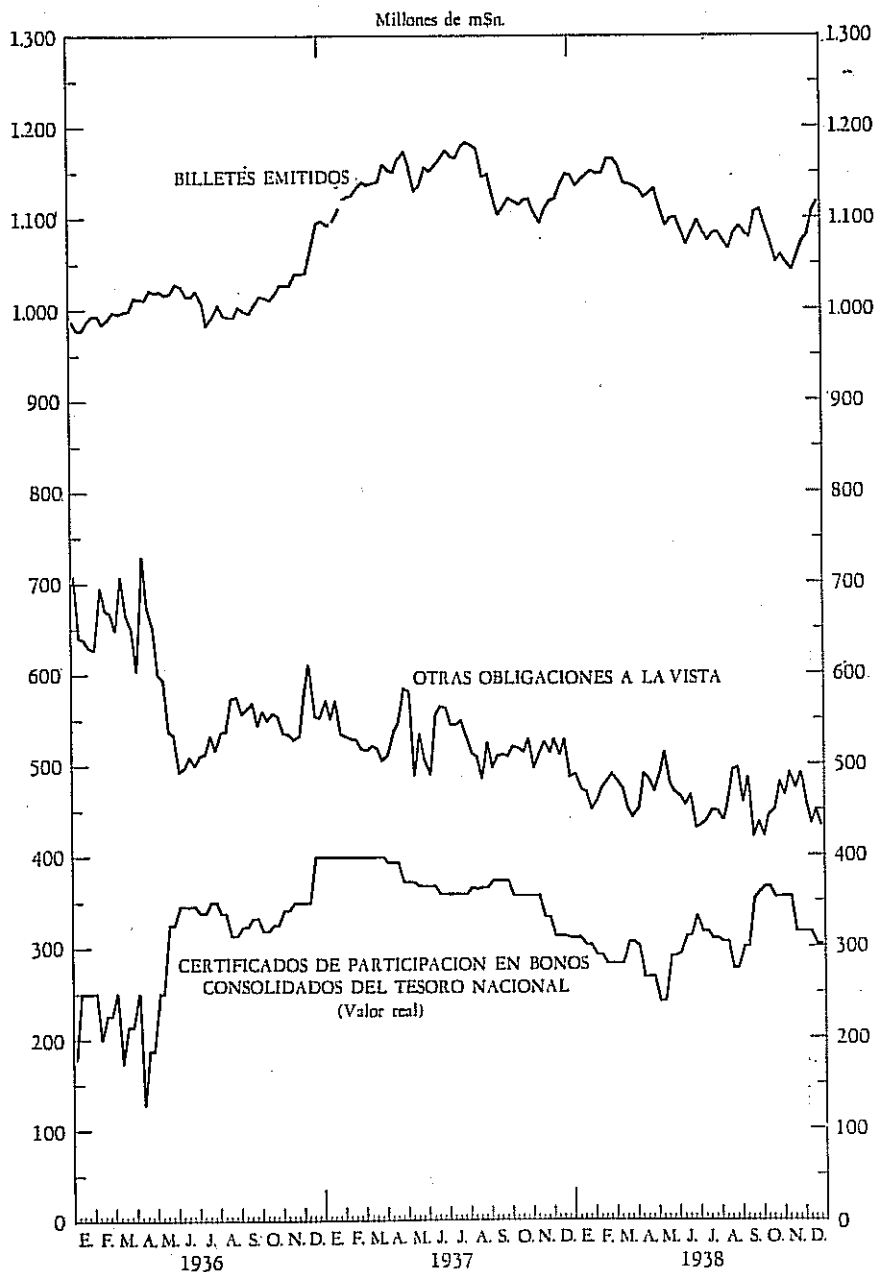
(*) Cifras sujetas a posteriores reajustes debido principalmente a la inclusión de nuevas entidades y a la eliminación de los cheques que se hacen figurar en el efectivo de los bancos. En las cifras de billetes "En los bancos" figuran: en 1935 m\$n. 72,7 millones, en 1936 m\$n. 88,7 millones, en 1937 m\$n. 61,6 millones y en 1938 m\$n. 55,1 millones de dinero depositado por bancos del interior en sucursales del Banco de la Nación Argentina en las cuentas de efectivo mínimo del Banco Central. (*) Excluida la moneda subsidiaria radicada en las arcas del Banco Central, fuera de circulación.

(*) Oro en el país más oro y divisas en el exterior, excluidas las tenencias del Fondo de Divisas.

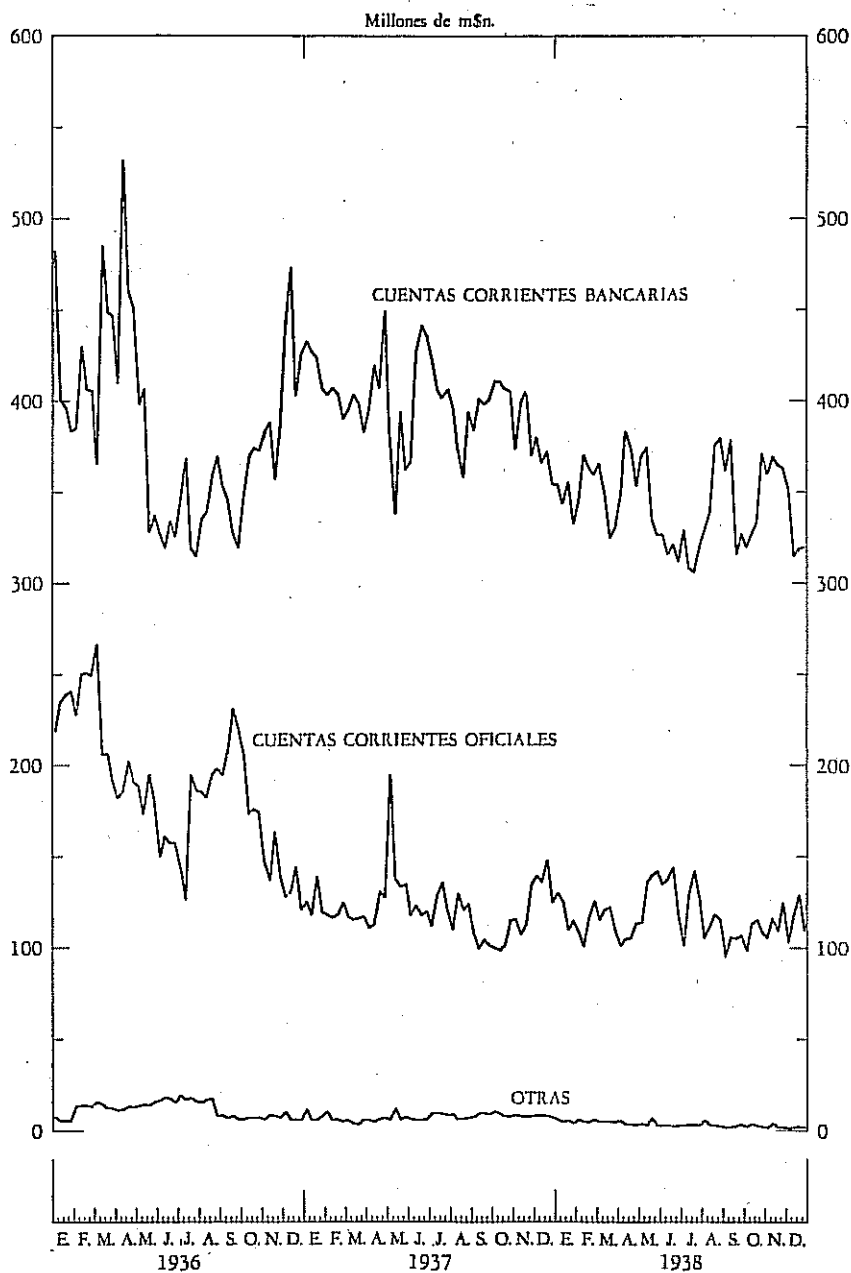
ESTADO GENERAL DEL BANCO CENTRAL



BILLETES, OBLIGACIONES Y CERTIFICADOS DE PARTICIPACION EN BONOS CONSOLIDADOS



DETALLE DE LAS OBLIGACIONES A LA VISTA, EXCLUIDO BILLETES



INFORME DEL SINDICO

Buenos Aires, 6 de marzo de 1939.

A los Honorables Bancos Accionistas del

BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Cumplo en informar que en mi carácter de Síndico, he procedido a la verificación de las operaciones realizadas por el Banco durante el año 1938 y encuentro que ellas se han ajustado a las disposiciones legales en vigor.

La revisión de la contabilidad del Banco me permite expresar que ella refleja fielmente aquellas operaciones, en relación a los servicios de control de la Institución. Además, en ciertos casos, en colaboración con estos servicios, he realizado medidas de control de las existencias de los Tesoros del Banco, que me han permitido establecer la exactitud de sus saldos.

En todas las oportunidades he recibido de parte de las autoridades y funcionarios del Banco las aclaraciones e informes necesarios para el mejor desempeño de mis funciones.

No encuentro por lo tanto ningún reparo a los balances y memoria adjuntos y recomiendo su aprobación.

Saludo a los Honorables Bancos Accionistas con mi consideración más distinguida.

J. WAINER

Contador Mayor de la Nación
SINDICO