

BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

MEMORIA ANUAL

OCTAVO EJERCICIO

1942

BUENOS AIRES

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

MEMORIA ANUAL

OCTAVO EJERCICIO

1942

BUENOS AIRES
Imp. Luis L. Gotelli
1943

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA

DIRECTORIO

Presidente:

ERNESTO BOSCH

Vicepresidente:

JOSÉ EVARISTO URIBURU

Directores:

EMILIO F. CÁRDENAS, *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.*

JUAN WELSH Y LANSING WILCOX, *por los bancos extranjeros.*

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

Secretario:

LUIS F. BENGOLME

CONTENIDO

Pág.

I. LA ACTIVIDAD ECONÓMICA Y LA POLÍTICA FINANCIERA Y MONETARIA	
I. DESENVOLVIMIENTO DE LA ECONOMÍA ARGENTINA	1
1. Un elemento compensador en la actividad económica. - 2. Intenso crecimiento de la industria. - 3. Los combustibles. - 4. Desarrollo de las construcciones. - 5. El poder de compra, la industria y los precios. - 6. Necesidad de corregir el déficit fiscal.	
II. LA MONEDA, LOS BANCOS Y LA BOLSA	9
1. Medios de pago y velocidad de circulación. - 2. Factores internos y externos en el crecimiento de los medios de pago. - 3. Creación de medios de pago contra oro y divisas. - 4. El problema de las libras bloqueadas. - 5. El oro y las divisas como respaldo monetario. - 6. No ha sido necesario el redescuento. - 7. La política de absorción y las necesidades del Tesoro. - 8. Holgada situación de los bancos. - 9. El Banco de la Nación y la financiación de las cosechas. - 10. La emisión de billetes contra títulos. - 11. Intervención del Banco Central en la Bolsa. - 12. Diversificación de los papeles del Tesoro.	
III. ALGUNOS PROBLEMAS DE LA POSTGUERRA	29
1. Hay que evitar violentas contracciones. - 2. No son incompatibles la industria y las importaciones. - 3. Utilización racional de las divisas. - 4. El futuro de las exportaciones. - 5. El problema de atenuar las fluctuaciones económicas. - 6. Es oportuno plantear estos problemas.	
II. EL BALANCE DE PAGOS Y LAS OPERACIONES DE CAMBIO . .	35
1. Resultados generales. - 2. Las operaciones según la disponibilidad de las divisas. - 3. Desarrollo del comercio exterior. - 4. Convenio de pagos con Gran Bretaña. - 5. Convenio de pagos con Brasil. - 6. Convenio con España. - 7. Operaciones de cambio. - 8. El control de los fondos extranjeros.	
III. RÉGIMEN DE IMPORTACIÓN DE ARTÍCULOS ESENCIALES PROVENIENTES DE ESTADOS UNIDOS	
I. EL PROCEDIMIENTO ADMINISTRATIVO	51
1. Implantación del certificado de necesidad. - 2. Dificultades en la aplicación del régimen de certificados. - 3. El nuevo régimen de permisos de exportación en Estados Unidos. - 4. Criterio para el reparto de las cuotas. - 5. Publicidad de los certificados emitidos.	

	Pág.
II. EL SUMINISTRO DE ARTÍCULOS ESENCIALES Y SUS PERSPECTIVAS	55
1. Factores que lo condicionan. - 2. Evolución de los abastecimientos en 1942 y previsiones para 1943. - 3. Análisis de la situación de algunas materias esenciales.	
IV. EL MERCADO DE VALORES	65
1. Alternativas del mercado. - 2. Absorción de valores por el mercado. - 3. Colocación de valores nacionales. - 4. Adelantos al Gobierno Nacional. - 5. Colocaciones de las provincias y municipalidades. - 6. Comisión de Valores. - 7. Nuevas conversiones. - 8. Rescates de deuda. - 9. Control del movimiento de valores con el exterior. - 10. Papeles de absorción del Banco Central.	
V. OTRAS ACTIVIDADES DEL BANCO	77
1. Relaciones del Banco Central con los bancos. - 2. Emisión de moneda.	
VI. RESULTADOS DEL EJERCICIO Y DIVERSOS	87
1. Beneficios del año. - 2. Local del Banco. - 3. Asistencia al personal. - 4. Renovación del Directorio. - 5. Comisión de redescuento.	
VII. BALANCE	93
INFORME DEL SÍNDICO	96
APÉNDICE	97

I. LA ACTIVIDAD ECONOMICA Y LA POLITICA FINANCIERA Y MONETARIA

I. DESENVOLVIMIENTO DE LA ECONOMIA ARGENTINA

1. UN ELEMENTO COMPENSADOR EN LA ACTIVIDAD ECONOMICA

Siempre expuesta en su economía a las continuas fluctuaciones del comercio internacional y del movimiento de capitales, la Argentina está poniendo esta vez de manifiesto su aptitud para amortiguar eficazmente la repercusión de esos cambios sobre sus actividades económicas internas. A causa de restricciones extensas, las importaciones por habitante se han comprimido violentamente y están por debajo de lo poco que fueron en los tiempos de penuria de la depresión mundial. No ha habido en verdad importaciones tan bajas en los últimos cincuenta años ⁽¹⁾. Y no es esta vez por falta de recursos, pues nuestras existencias de oro han llegado a cifras de gran magnitud. Tenemos hoy un equivalente de m\$n. 2.000 millones de reservas metálicas. Aunque esto da extremo vigor a la posición técnica de nuestra moneda, a tal punto que cada billete tiene una cubertura de oro de 127% ⁽²⁾, preparándola para futuras contingencias, ese oro monetario sólo puede cumplir parcialmente su función específica.

Elementos de resistencia y fuerzas de readaptación que tenía dentro de sí mismo han permitido al país irse sustrayendo, no sin notorias dificultades, a las más graves complicaciones económicas de lo exterior. La actividad económica es intensa, los quebrantos comerciales exiguos, líquido el sistema bancario y

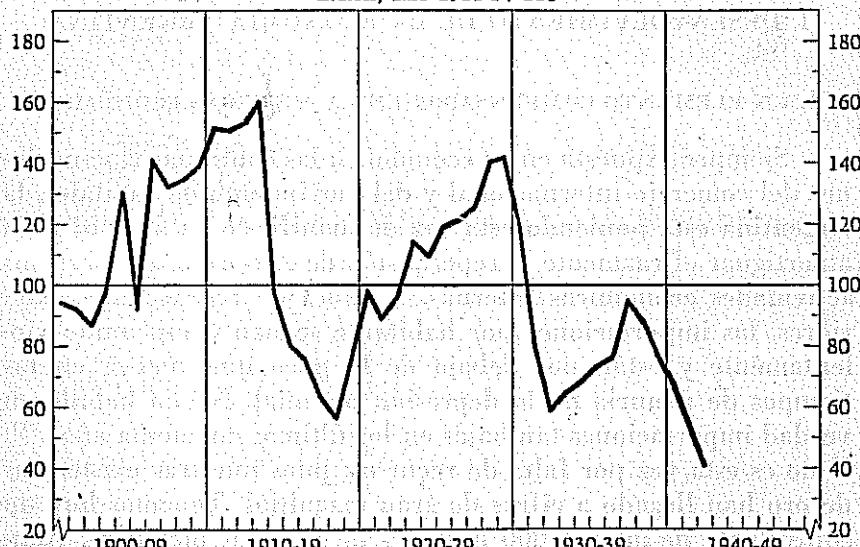
(1) Véase gráfico N° 1. (2) Véase la sección II, punto 5 de este capítulo.

holgada la plaza de valores. Todo ello a favor de una demanda general persistente donde se vuelca el abundante poder de compra de la población, lo cual, a pesar de sus benéficos efectos, suscita problemas de impostergable consideración.

Es que en cuanto asoma una impresión favorable en tiempos como éstos, sujetos a grandes mudanzas y pendientes como nunca de lo imprevisto, el juicio ecuánime aconseja señalar los puntos débiles junto a lo firme y sano — como lo es en sustancia la situación económica general — y advertir aquello que requiere enmienda o correctivo a fin de preavizarse a tiempo de inevitables contragolpes.

1. Volumen físico de las importaciones por habitante

Índices, base 1900-04=100

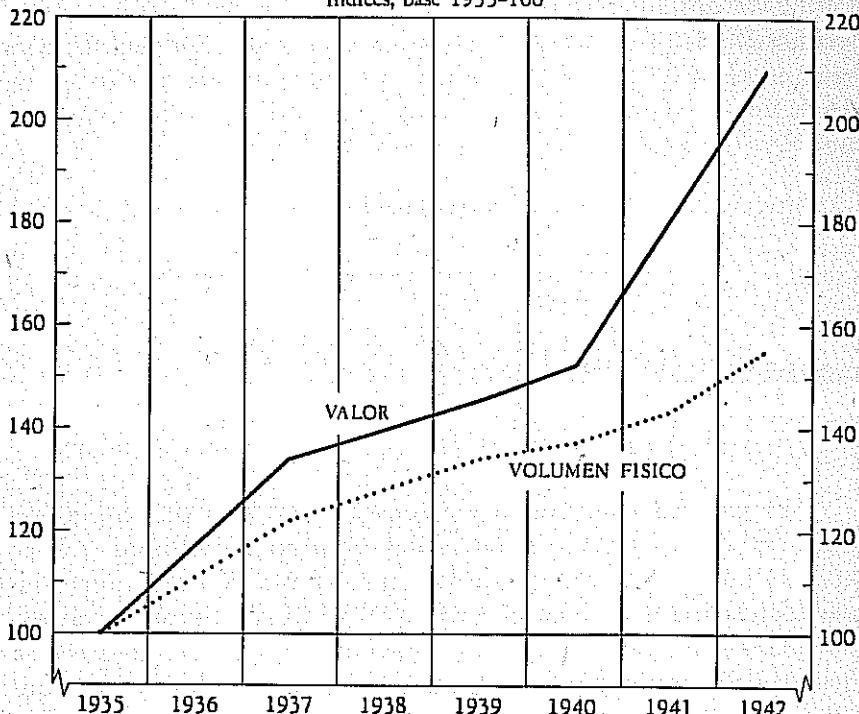


Lo que sucede en nuestra economía no tiene, por cierto, un mero valor episódico. Está ocurriendo una transformación de gran significado. Si el esfuerzo industrial satisface gran parte de nuestras necesidades, se debe al crecimiento orgánico de los medios productivos, que ha venido acentuándose a partir de la depresión mundial. Los establecimientos con que así podía contar el país al comenzar la guerra funcionan ahora, en general, con plena capacidad, en turnos sucesivos de trabajo, y han ensanchado sus plantas en la medida que las circunstancias permitían. Han surgido también en gran número establecimientos pequeños

y medianos. Hay iniciativa, espíritu de empresa y una manifestación de capacidad técnica en creciente y firme desarrollo. Aparte de los nuevos productos, la elaboración de los que ya se obtenían antes de la guerra ha aumentado en cantidad y en algunos casos ha mejorado también en calidad. Se han logrado importantes sustituciones y, en donde ha sido posible, la recuperación de materiales se efectúa con diligencia. Pero el funcionamiento de

2. Valor y volumen físico de la producción industrial

Indices, base 1935=100



la industria en las actuales circunstancias debe observarse muy estrechamente. Las existencias de materias esenciales han venido disminuyendo, y en algunos sectores de la industria la situación podría tornarse crítica si no se logra obtener en el exterior las cantidades mínimas que permiten transportar las escasas bodegas disponibles, y sin las cuales no tardaría en resentirse el ritmo de la actividad industrial. Hay motivo, pues, para preocupaciones, tanto más serias cuanto más se prolongue la guerra. Y la población debe estar preparada para aceptar las restricciones que las circunstancias impongan.

2. INTENSO CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA

El censo industrial de 1935 atribuyó a la producción extractiva y manufacturera un valor de unos m\$n. 3.300 millones ⁽³⁾. Hoy esa cifra, según datos conjeturales, no parece bajar de unos m\$n. 7.000 millones. Desde luego, el alza reciente de los precios abulta los números. Eliminado este factor, resulta un crecimiento de aproximadamente 55% en el volumen físico de la producción industrial entre 1935 y 1942.

Este desenvolvimiento productivo fué muy intenso en los primeros años del período y prosiguió en estos tiempos de guerra; entre 1939 y 1942 ha habido un aumento de alrededor de 16% en el volumen físico. He aquí los índices respectivos que han servido para trazar el gráfico N° 2:

Índices de la producción industrial

Años	Volumen	Valor
1935	100	100
1937	122	134
1939	133	145
1940	137	152
1941	143	(¹)
1942	155	210

(1) No hay datos.

El país ha continuado creciendo, pues, por su propio impulso vital no obstante haberse detenido en los últimos quince años el incremento antes rápido y persistente de sus exportaciones, conforme lo enseña el gráfico N° 3. Hasta entonces las exportaciones habían constituido el elemento primordial de nuestro desarrollo: dominaban nuestra economía y con ellas y los capitales que aquí se invertían importábamos la mayor parte de los artículos requeridos por el consumo de la población y el desenvolvimiento de la actividad económica interna.

Privado de la posibilidad de continuar su desarrollo por las exportaciones debido al recrudecimiento del proteccionismo agrario de los grandes mercados mundiales, el país ha crecido hacia adentro. Acaso con mucho menor intensidad y consistencia que lo que pudo haberse hecho. Pero el valor de la comprobación es grande y abre campo de acción promisorio, desde el punto de

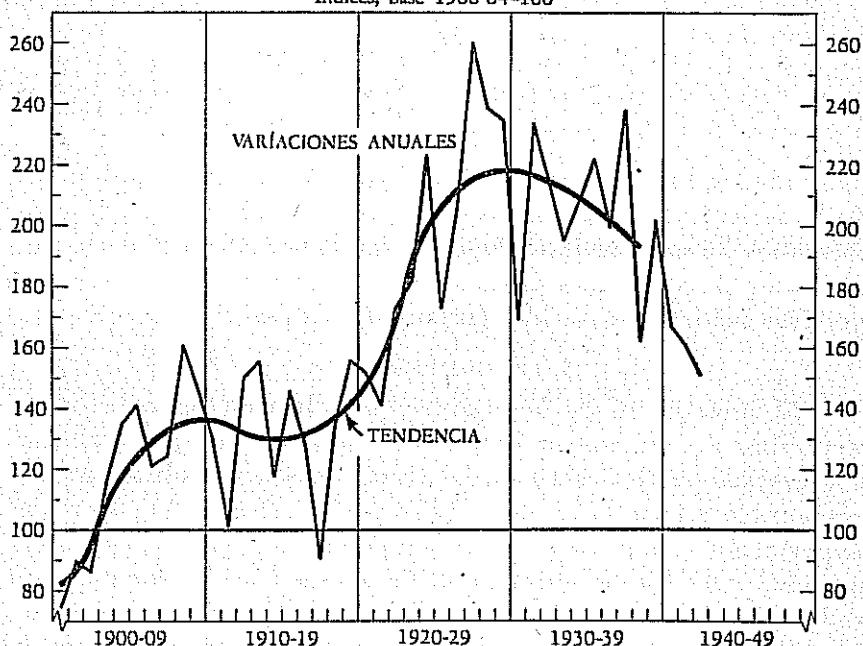
(3) En el apéndice, pág. 97, se explica la forma en que se han calculado las cifras sobre producción, moneda y crédito mencionadas en este capítulo.

vista económico y demográfico. Y no podría desentenderse de ello la política de la moneda y el crédito.

Los datos que se han visto más arriba no revelan todo el significado que en realidad entraña el esfuerzo industrial. La industria se sirve de materias importadas o producidas por la agricultura o la ganadería cuyo valor está lógicamente englobado dentro de las cifras de la producción industrial. Interesa, sin embargo eliminarlo para tener una cifra, así sea conjetal, del valor neto agregado por la industria a las materias primas de que ella se sirve. Se obtiene así, para 1942, la cantidad de m\$n. 2.650 millones correspondiente al valor creado por la industria.

3. Volumen físico de las exportaciones

Indices, base 1900-04=100



Esta cifra neta, representativa del esfuerzo industrial, resultaría ya casi igual al valor neto conjunto de la producción agrícola-ganadera en 1942, en el lugar de producción. No es de extrañar que haya ocurrido este acercamiento, pues mientras el valor agregado por la industria se duplicó entre 1935 y 1942, el valor neto de la producción agropecuaria sólo aumentó en un 25% aproximadamente, debido, en modo exclusivo, a la producción ganadera. Así puede observarse en el cuadro de la página siguiente.

Aunque estas cifras señalan una intensa transformación en la economía argentina y la composición de los réditos de la colectividad, conviene evitar conclusiones injustificadas. El poder adquisitivo que emerge de la producción agropecuaria sigue teniendo una influencia dominante sobre la industria y las otras actividades del país. Además, el funcionamiento de la industria

Estimación conjetural del valor de la producción

Años	Valores globales de la producción					Valores netos creados por la producción	
	Agropecuaria			Industrial	Agropecuaria (1)	Industrial (2)	
	Agrícola	Ganadera	Total				
(En millones de m\$ n.)							
1935	1.850	1.050	2.900	3.330	2.150	1.300	
1937	2.300	1.350	3.650	4.475	2.850	1.550	
1939	1.800	1.300	3.100	4.830	2.400	1.750	
1940	1.550	1.350	2.900	5.050	2.200	1.850	
1942	1.750	1.750	3.500	7.000	2.700	2.650	

(1) Valor global en el lugar de producción menos el valor de los materiales consumidos en el proceso de producción. (2) Valor de los productos elaborados menos costo de las materias primas, envases, combustibles y energía eléctrica comprada.

existente, en todo lo que no representa elaboración de productos de la agricultura y la ganadería y si se exceptúa una parte considerable del combustible, depende fundamentalmente de la importación de materiales básicos del extranjero, sobre cuyas perspectivas actuales ya se han formulado algunas consideraciones.

3. LOS COMBUSTIBLES

El incremento de la producción industrial ha necesitado, naturalmente, un mayor empleo de combustibles. Las calorías consumidas por la industria, los transportes y la población han aumentado así en 17% entre 1939 y 1942. Las deficiencias de importación se han compensado con el aumento de la producción nacional y el uso de sucedáneos de emergencia. Entre esos sucedáneos corresponde mencionar el maíz, del cual se han consumido cantidades considerables en 1942, y el lino, en grano o aceite, cuya utilización tiende a intensificarse. En las calorías consumidas en 1942 hay apenas un 15% de origen extranjero, contra 42% en 1939. Pero las dificultades distan mucho de haber sido conjuradas y el problema, en gran parte de orden distributivo, seguirá exigiendo la más seria atención.

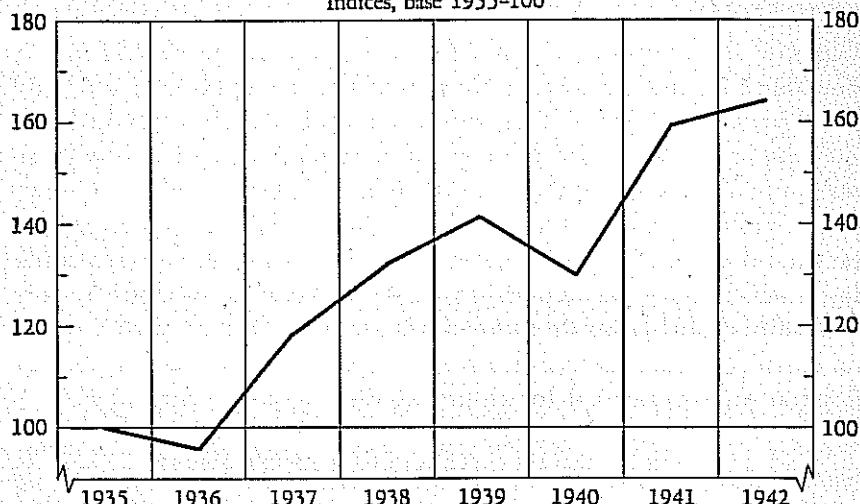
4. DESARROLLO DE LAS CONSTRUCCIONES

Las construcciones — sobre todo las de índole privada — comparten con la industria el papel de factores predominantes

en el movimiento económico de los últimos tiempos. El esfuerzo de sustitución de materiales importados ha sido intenso. En la construcción pequeña y mediana se ha vuelto a viejas y probadas maderas nacionales, y en la construcción grande la elaboración del hierro viejo en las plantas existentes y en nuevas plantas industriales promete aliviar durante un tiempo razonable la situación creada por el considerable descenso de la importación; las industrias conexas de materiales han prestado en todo esto co-

4. Permisos concedidos para construcciones privadas
(Superficie cubierta)

Indices, base 1935=100



laboración muy eficaz. El índice de la superficie cubierta se mantiene así en 1942 en el alto nivel a que había llegado en 1941, en relación a los años anteriores a esta guerra. El valor de las construcciones en 1942 se estima en unos m\$n. 900 millones, incluidos m\$n. 360 millones de obras públicas.

5. EL PODER DE COMPRA, LA INDUSTRIA Y LOS PRECIOS

Pero no era suficiente que el país dispusiese de la capacidad productiva que hoy usa intensamente, de la posibilidad de sustitución de combustibles y materiales, de la iniciativa de sus hombres de empresa y de una flota mercante que le ha permitido seguir importando un mínimo de materiales esenciales para su actividad económica. Era también indispensable el impulso de la demanda, y detrás de esa demanda el poder adquisitivo necesario

para hacerla efectiva. El Estado lleva ya invertidos m\$n. 1.000 millones en la compra de cosechas y es innegable que esos medios de pago creados por el crédito — con las consecuencias que se anotarán a su tiempo — y distribuídos sucesivamente entre distintos sectores de la colectividad han representado un factor importantísimo en el movimiento económico. Si bien el esfuerzo financiero exigido por la compra de las cosechas ha sido en 1942 inferior al de 1941, en cambio la creación de medios de pago provocada por otras necesidades fiscales sigue en aumento. Y a estos dos agentes internos de expansión de poder de compra se une otro exterior de gran amplitud según se verá más adelante. Mientras tanto, la industria en general parecería estar llegando a su punto máximo, salvo que pueda aumentar la importación de maquinarias o de materiales esenciales, lo que hoy no es previsible. Antes bien, nuestra actual capacidad de bodegas — como se ha visto — sólo nos permite traer cantidades muy limitadas cuyo aprovisionamiento exterior, por otra parte, no es siempre cierto o seguro. Se habría alcanzado, por lo tanto, el momento en que el exceso de poder de compra, conforme se van agotando las posibilidades de expansión de la industria, presione más y más sobre cantidades de mercaderías que no crecen, y provoque, en consecuencia, nuevas elevaciones internas de precios que vendrían a superponerse a los aumentos de origen internacional.

6. NECESIDAD DE CORRECIR EL DÉFICIT FISCAL

Es preciso, pues, refrenar en lo posible el ritmo de este fenómeno expansivo. Y siendo el déficit fiscal uno de los factores controlables, allí debiera dirigirse de preferencia el esfuerzo. El Poder Ejecutivo ha señalado en su Mensaje financiero al Honorable Congreso, de mayo último, el significado y los peligros de esta situación. No nos corresponde, desde luego, examinar los medios adecuados para mejorarla ni en qué grado sea posible reducir o limitar los gastos y aumentar los recursos fiscales. Pero sí señalar la trascendencia del problema, que concierne también a los dirigentes de la economía privada, especialmente a los de aquellas ramas que más se han visto favorecidas por la creación de poder de compra ⁽⁴⁾. Con los efectos estimuladores de este proceso se ha logrado poner en plena marcha la economía. Y

(4) No solamente por el poder de compra resultante de la expansión del crédito, sino también por el de origen externo, en cuya magnitud tiene gran influencia el tipo de cambio a que se adquieran las divisas.

frente al riesgo de que lo alcanzado se malogre con la exageración del estimulante — que en este como en otros casos suele ser perniciosa — concierne a todos frenar el ritmo con medidas que tengan equitativamente en cuenta el desenvolvimiento de las distintas actividades durante esta emergencia, desenvolvimiento que no ha sido parejo, desde luego, como queda demostrado en el cuadro de la página 6.

Un programa para contener e ir reduciendo gradualmente el déficit parece tanto más recomendable cuanto que la magnitud de las necesidades fiscales provocadas por él, unidas a las exigencias financieras del plan de trabajos públicos y de las compras de cosechas, son muy superiores a la capacidad de absorción del mercado de títulos. Así lo señala claramente el Poder Ejecutivo en el Mensaje citado. Ello no excluye, claro está, que se realice el mayor esfuerzo posible para atender esas necesidades con la colocación en el público de valores a plazos largos, medianos y cortos antes que seguir recurriendo a la expansión crediticia con la consiguiente dilatación de los medios de pago.

II. LA MONEDA, LOS BANCOS Y LA BOLSA

I. MEDIOS DE PAGO Y VELOCIDAD DE CIRCULACIÓN

Anotada la estrecha vinculación entre la actividad económica y la política financiera y monetaria en cuanto se traduce en incremento de poder de compra, ha llegado el momento de examinar la amplitud de los hechos, la forma en que ha circulado ese poder de compra o los medios de pago, como quiera llamársele, y los factores externos e internos que trajeron consigo su expansión.

Crecimiento de los medios de pago

31 de diciembre	Dinero en el público	Depósitos corrientes	Total de medios de pago
(En millones de m\$n.)			
1938	983	1.501	2.484
1939	1.029	1.682	2.711
1940	1.127	1.653	2.780
1941	1.328	2.219	3.547
1942	1.514	2.733	4.247

Los medios de pago, constituidos por el dinero que circula en manos del público ⁽⁵⁾ y los depósitos en cuentas corrientes

(5) Esto es, los billetes y moneda subsidiaria que no forman parte de los efectivos de los bancos.

bancarias, que, movidos por el cheque, desempeñan idéntica función, han crecido nuevamente un 20% en 1942 después de haber subido un 28% en 1941.

Han aumentado, pues, con gran amplitud los medios de pago, pero la intensidad con que han sido empleados disminuyó sensiblemente. Parte del incremento ha tendido a permanecer con escaso movimiento en las cuentas corrientes de los bancos, aliviando así la presión alcista que la plétora de medio circulante ejerce sobre el nivel de los precios. Se advierte muy bien este descenso de la velocidad de circulación en el movimiento de los depósitos corrientes del público (excluidos los oficiales). Mientras los depósitos corrientes del público crecieron el 50% entre 1939 y 1942, los pagos realizados con estos depósitos sólo aumentaron en 24%, en virtud de que la velocidad de circulación, o sea la intensidad con que se utilizan los medios de pago, disminuyó en 17%, según se verifica en estas cifras:

Índice de la velocidad de circulación de los depósitos corrientes

Años	Depósitos corrientes del público	Pagos con cheques	Velocidad de circulación
(Índice base 1939 = 100)			
1939	100	100	100
1940	104	95	91
1941	123	107	87
1942	150	124	83

La disminución de la velocidad de circulación ha tenido, pues, el efecto de neutralizar parcialmente las consecuencias del ascenso en los medios de pago. Conviene en este respecto una breve aclaración. El aumento de los precios se inició en los artículos de importación. Subieron los precios desde el comienzo de la guerra y el alza en muchos casos se acentuó localmente por la gran actividad de la demanda impelida por la expansión del poder de compra, especialmente en aquellos casos en que la oferta experimentó notorias restricciones. Esta demanda intensa, por otro lado, estimuló el aumento de la producción industrial, como ya se ha visto. La elevación de los precios fué así un incentivo de mayor producción y de creciente empleo de sucedáneos tanto en materias primas y combustibles como en productos elaborados. La abundancia de medios de pago y el menor rendimiento de los títulos constituyeron, del mismo modo, elementos muy importantes en la reactivación de las construcciones y el considerable incremento en las transacciones inmobiliarias. Resalta

en esta forma la interdependencia entre los medios de pago y el volumen de las transacciones: éstas fueron acicateadas a precios en alza por el aumento de aquéllos, y las mayores transacciones requirieron, a su vez, cantidades mayores de medios de pago. En qué medida, en esa elevación de los precios, el alza exterior se acentuó localmente por la expansión del poder de compra, es punto menos que imposible establecerlo dada la forma en que los negocios se realizaron en nuestro mercado y los exteriores. Pero sí puede afirmarse que, de no haber disminuido la velocidad de circulación de los depósitos corrientes, los efectos del desarrollo en los medios de pago hubieran sido mucho más intensos, a juzgar por la magnitud de su crecimiento.

En síntesis, el incremento de los medios de pago ha tenido la siguiente evolución: *a)* en parte ha provocado aumentos en el volumen de las transacciones, que a su vez han necesitado mayor cantidad de esos medios de pago; *b)* en parte ha sido exigido por el aumento de los precios provocado por factores externos, tanto en los de importación como en los de exportación; *c)* otra parte ha acentuado localmente el alza de los precios, y *d)* el resto ha permanecido sin mucho movimiento en las cuentas bancarias.

El descenso en la velocidad de circulación está indicando que la cantidad de poder de compra es excesiva. Por lo tanto, si continúa creciendo mientras el volumen de transacciones se encuentra contenido en su ascenso o muy cerca de serlo — según ya se dijo — por haberse aproximado la producción industrial del país al límite de su capacidad presente, sin perspectivas de expansión inmediata, se corre el riesgo de que se haga más pronunciada la acentuación local del alza exterior de precios.

2. FACTORES INTERNOS Y EXTERNOS EN EL CRECIMIENTO DE LOS MEDIOS DE PAGO

Se ha señalado en otro lugar la importancia de la expansión del crédito en la creación de medios de pago, debida principalmente a la financiación de las cosechas y otros requerimientos fiscales. Pero junto con este factor de origen interno ha obrado activamente otro de origen exterior. Así, en 1942 se crearon m\$n. 482 millones de medios de pago mediante el crédito bancario y m\$n. 465 millones fueron el resultado de la incorporación de una cantidad equivalente de oro y divisas provenientes

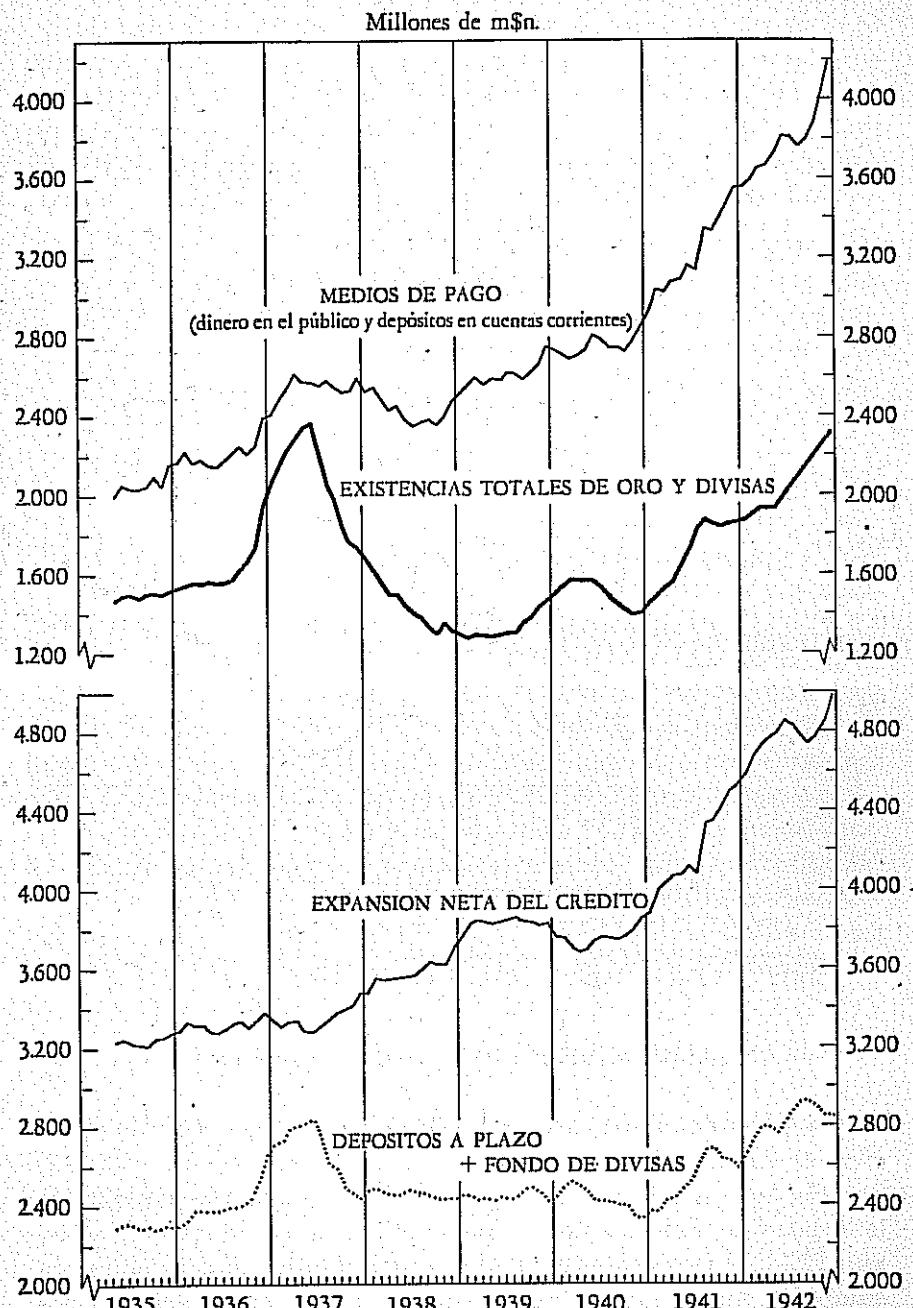
del fuerte saldo positivo en nuestras cuentas exteriores, o sea un total de m\$n. 947 millones. Pero, por otro lado, una parte de estos medios de pago se transformaron en depósitos de ahorro y a plazo, esto es, perdieron su carácter de medio circulante. El crecimiento neto de los medios de pago en 1942 se redujo así a m\$n. 700 millones. En el cuadro que sigue y en los gráficos Nos. 5 y 6 se observa el desarrollo de estos hechos y la forma en que se produjo la dilatación del crédito en los préstamos al público, la financiación de las cosechas y los otros requerimientos fiscales.

Situación Monetaria

CONCEPTO	VARIACIONES EN:			
	1939	1940	1941	1942
(Aumentos o disminuciones en millones de m\$n.)				
Medios de pago:	227	69	767	700
Depósitos corrientes	181	— 29	566	514
Moneda en el público	46	98	201	186
Origen de los medios de pago:	261	— 44	1,051	947
<i>Factores internos:</i>	<i>113</i>	<i>34</i>	<i>593</i>	<i>482</i>
Préstamos netos al público.....	— 128	15	— 148	69
Financiación de cosechas	213		505	242
Otras necesidades fiscales	23	— 9	192	165
Emisión subsidiaria y reemplazo de billetes	5	28	44	6
<i>Factores externos:</i>	<i>148</i>	<i>— 78</i>	<i>458</i>	<i>465</i>
Oro	171	— 160	268	416
Divisas de libre disposición	— 47	31	176	— 65
Libras bloqueadas	11	56	53	175
Otras divisas bloqueadas	13	— 5	— 39	— 61
Medios de pago absorbidos:	22	— 86	265	257
Depósitos a plazo.....	— 13	— 48	125	296
Fondo de divisas	35	— 38	140	— 39

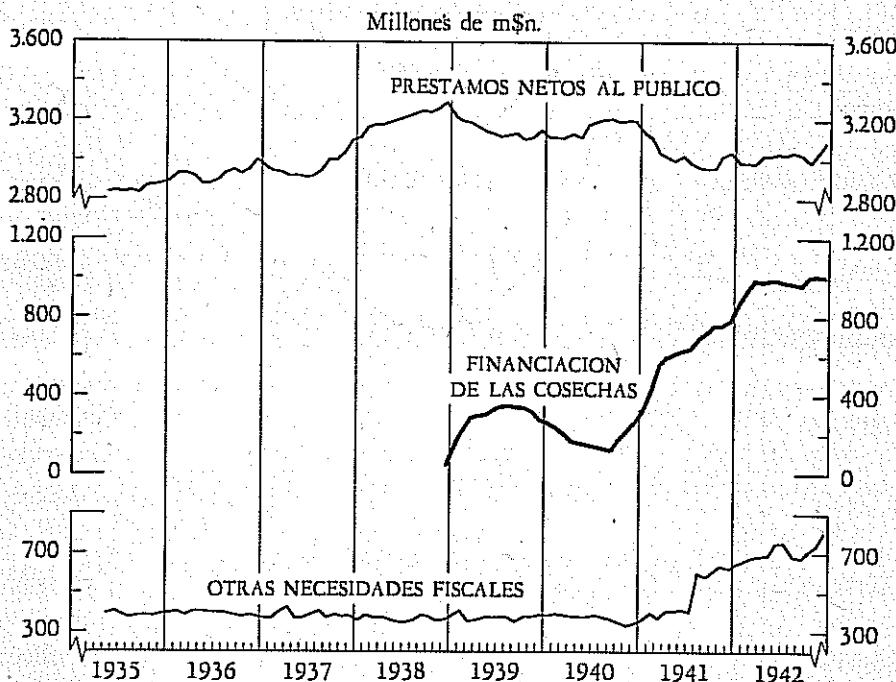
Adviértese claramente que el crecimiento de los préstamos está casi exclusivamente en estos dos últimos conceptos. Los préstamos netos de los bancos al público, en efecto, no han tendido a crecer. Después de una disminución de m\$n. 148 millones en 1941, sólo aumentaron en m\$n. 69 millones en 1942, en donde influyen los préstamos a los empleados públicos, conforme a una ley reciente. Por laudable que sea el propósito perseguido con estas operaciones, en las circunstancias presentes convendría proceder con gran moderación dada la magnitud de las necesidades fiscales.

5. Evolución de los medios de pago



La conducta de los bancos en materia de préstamos al público ha sido prudente y es de desear que así se prosiga, no obstante el fuerte aumento de sus efectivos. El monto satisfactorio de sus beneficios con el volumen actual de operaciones, les permite mantener esos mayores efectivos sin necesidad de presionar la plaza en busca de colocación. El Banco Central espera seguir contando con su probado espíritu de colaboración para evitar el crecimiento de los préstamos mientras persista la situación actual.

6. Expansión neta del crédito



3. CREACIÓN DE MEDIOS DE PAGO CONTRA ORO Y DIVISAS

Volviendo ahora al punto principal, notase que la creación de medios de pago mediante las compras de oro y divisas por los bancos tiene una magnitud similar a la proveniente de la expansión del crédito. Como explicamos en la Memoria del año 1938, el proceso es el siguiente: cuando los bancos compran cambio a los exportadores o remitentes de fondos del exterior acreditan su importe en pesos en las cuentas corrientes, tal co-

mo ocurre en las operaciones de préstamos. Luego venden ese cambio al Banco Central, que les acredita su importe en sus cuentas de efectivo. Aumentan así los depósitos de los bancos en el Banco Central, el que está obligado a pagarlos en cualquier momento emitiendo billetes. A su vez, el Banco Central, si ese cambio está constituido por divisas libres, lo transforma de inmediato en oro en el mercado de Nueva York, dejando sólo una parte en dólares para las necesidades corrientes.

Las tenencias actuales de oro llegan a un equivalente de m\$n. 1.997 millones al 31 de diciembre pasado. A ello hay que agregar un equivalente de m\$n. 54 millones en dólares y otras divisas de libre disposición. De modo que el total de oro y divisas de libre disposición asciende a m\$n. 2.051 millones. Además, hay una existencia de m\$n. 262 millones de libras bloqueadas en Londres y de m\$n. 5 millones de otras divisas de compensación ⁽⁶⁾. Todo ello forma un total de m\$n. 2.318 millones de los cuales hay que deducir m\$n. 86 millones adeudados al Brasil y pendiente de liquidación de acuerdo con el convenio de pagos que se examina en el capítulo segundo. El total neto de oro y divisas se reduce en esta forma a m\$n. 2.232 millones.

De esta cantidad, m\$n. 2.010 millones corresponden a las existencias netas de oro y divisas que figuran en los balances del Banco Central. Del resto, m\$n. 109 millones pertenecen al Fondo de Divisas ⁽⁷⁾ y m\$n. 113 millones respaldan una cantidad equivalente de Certificados de Custodia de Oro y Divisas emitidos por el Banco Central para absorber fondos bancarios. Había además en poder de los bancos comerciales m\$n. 113 millones de divisas de libre disposición y bloqueadas que aún no habían sido transferidas al Banco Central, según indicamos más arriba. Estas cantidades no figuran, por supuesto, en los balances de nuestra Institución.

4. EL PROBLEMA DE LAS LIBRAS BLOQUEADAS

En cuanto a las libras bloqueadas, se ha acumulado la cantidad de m\$n. 295 millones, de los cuales m\$n. 33 millones es-

(6) No se incluyen las divisas en poder de los bancos que no habían sido transferidas aún al Banco Central. (7) Recuérdese de paso cómo funciona el Fondo de Divisas. Se trata de recursos del Gobierno Nacional que se invierten transitoriamente en oro y divisas disminuyendo en cantidad equivalente los fondos creados por el Banco Central. Cuando el Gobierno requiere sus recursos, el Banco vuelve a tomar el oro y las divisas incorporándolos a su balance y acredita el equivalente en las cuentas de aquél.

tán en poder de los bancos comerciales, a pesar de haberse empleado m\$n. 123 millones en repatriaciones de valores públicos y privados ⁽⁸⁾. No obstante que el valor de las libras bloqueadas está debidamente garantizado por el Gobierno británico por una cláusula oro, la magnitud que van tomando las cifras hace aconsejable buscar una solución de este problema, como ya se puso de manifiesto en la Memoria anterior. Téngase presente que las libras bloqueadas se adquieran en la misma forma que las divisas libres, creándose, pues, fondos en pesos que aumentan la cantidad de medios de pago. Para utilizar estas libras en la repatriación de deuda, hay que deshacer esta operación, o sea devolver al Banco Central para su cancelación los pesos creados contra entrega de las libras. Es por lo tanto esencial que el Tesoro cuente con esos fondos en pesos para adquirir las libras destinadas a comprar los títulos correspondientes en Londres. No es posible en estos momentos obtenerlos mediante la negociación de títulos cuando el mercado local apenas puede satisfacer una parte de los cuantiosos requerimientos del Estado. No hay que pensar en emisiones adicionales de valores para repatriar deuda exterior. Fuera del empréstito, el Tesoro Nacional no tiene otra forma sana para procurarse los recursos que acudir al impuesto, aunque cabe otra alternativa que convendría examinar. En vez de crear pesos contra todas las libras provenientes de nuestras exportaciones a Gran Bretaña, una parte moderada del valor de éstas se pagaría directamente en libras sin su previa transformación en moneda nacional. Estas libras acreditadas a favor de los productores en la proporción que se juzgue conveniente con respecto al valor de los productos que se venden y exportan, serían mantenidas por ellos en depósito o utilizadas en la compra de títulos en libras que el Tesoro Nacional podría convertir en títulos en pesos sujetos en su negociación a las limitaciones impuestas por la capacidad del mercado. Es ésta una simple sugerencia que el Banco cree de su deber señalar por referirse a un asunto monetario que le concierne y que, en todo caso, tendría que ser objeto de detenidos estudios y de las consultas que correspondan no sólo en cuanto a su practicabilidad sino también en cuanto a la oportunidad de aplicarla sin perturbar el desarrollo de las actividades productivas. Con ello se conseguiría eliminar parte de las libras del sistema monetario, y disminuir paralelamente la creación de medios de pago.

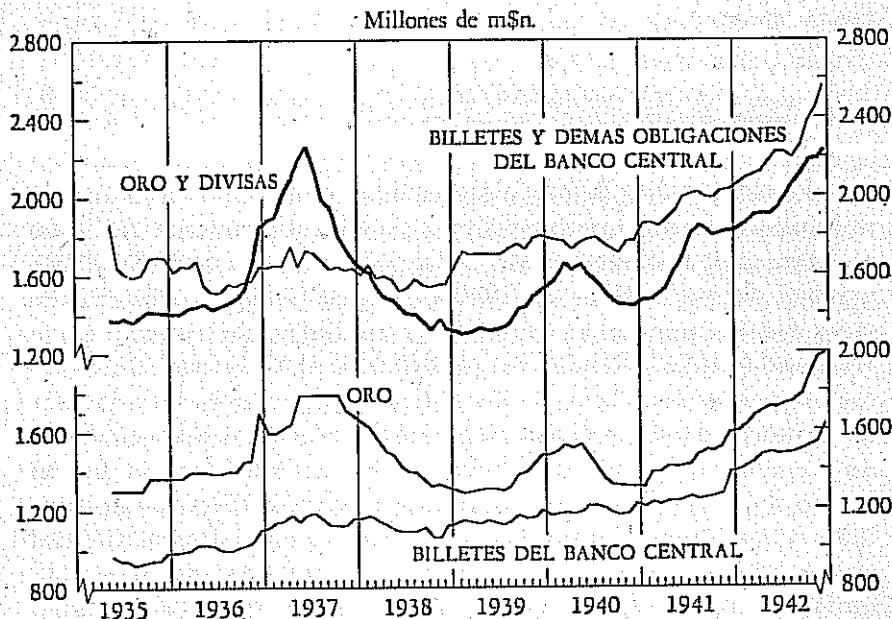
(8) Estas cifras están calculadas a los tipos reales de cada operación y no son estrictamente comparables.

Sería muy lamentable que nuestro país, rehuyendo el esfuerzo que ello comporta necesariamente, dejara pasar esta oportunidad tan favorable para repatriar parte de su deuda exterior, ya se trate de valores públicos o privados.

5. EL ORO Y LAS DIVISAS COMO RESPALDO MONETARIO

Conviene ahora examinar las cifras desde otro punto de vista para la mejor interpretación de nuestra posición monetaria. El considerable acrecentamiento de las existencias de oro y divisas se ha traducido en un aumento equivalente de las obligaciones del Banco Central, a saber: de los billetes emitidos, los depósitos de los bancos en sus cuentas de efectivo, los del Gobierno y los depósitos varios de volumen relativamente escaso ⁽⁹⁾.

7. Obligaciones del Banco Central y existencias de oro y divisas



Tomando como punto de partida el comienzo de las operaciones del Banco Central el 31 de mayo de 1935, las varia-

(9) Todos estos depósitos, como es sabido, pueden transformarse en billetes; de ahí que la ley engloba a unos y otros en el concepto genérico de obligaciones para el cálculo de la garantía monetaria.

ciones de estos conceptos al 31 de diciembre de 1942 han sido las siguientes:

Respaldo monetario de las obligaciones del Banco Central

(En millones de m\$n.)

Concepto	Fin de		Aumento o disminución
	Mayo 1935	Diciembre 1942	
ORIGEN DE LOS FONDOS CREADOS POR EL BANCO CENTRAL			
Oro y Divisas	1.371	2.232	861
Oro	1.301	1.997	696
Divisas de libre disposición	32	54	22
Libras bloqueadas		262	262
Otras divisas bloqueadas	38	81	-119
Otras operaciones del Banco Central		51	51
Adelantos al Gobierno Nacional		41	41
Variación de los demás rubros		10	10
DESTINO DE LOS FONDOS CREADOS POR EL BANCO CENTRAL			
Obligaciones	1.870	2.560	690
Billetes	967	1.627	660 (*)
Otras obligaciones	903	933	30
Fondos absorbidos	26	248	222
Fondo de divisas	26	109	83
Certificados de Participación y de Custodia		139	139

(*) Además de estos m\$n. 660 millones, la circulación de billetes creció en otros m\$n. 41 millones por la emisión del importe de los billetes no presentados al canje, dispuesta por la Ley 12.160. Para mayores aclaraciones véase el apéndice.

Las existencias de oro y divisas han aumentado en m\$n. 861 millones, en tanto que los billetes y otras obligaciones subieron en m\$n. 690 millones, o sea m\$n. 171 millones menos; y esto a pesar de que a fines de 1942 el Banco Central había creado otros fondos por valor de m\$n. 51 millones, de los cuales corresponden m\$n. 41 millones a adelantos al Gobierno. La explicación es sencilla. Parte de las obligaciones así acrecentadas por las compras de oro y divisas y por las operaciones que se acaban de mencionar fueron absorbidas en la siguiente forma: por el Fondo de Divisas, m\$n. 83 millones, y con Certificados de Custodia y de Bonos Consolidados colocados por el Banco Central en los bancos, m\$n. 139 millones, o sea un total de m\$n. 222 millones. Debe hacerse notar, sin embargo, que esta cantidad absorbida puede volver a transformarse nuevamente en obligaciones del Banco Central.

El significado de estas cifras no carece de importancia. El crecimiento de los billetes y demás obligaciones del Banco Central está respaldado por el aumento del oro y las divisas. El gráfico N° 7 es bien ilustrativo. El aumento del oro, a saber m\$n.

696 millones, es algo mayor que el de los billetes: m\$n. 660 millones. En cuanto a la relación de las existencias de oro y divisas con respecto a los billetes, fué de 137% a fines de 1942, y con respecto al conjunto de las obligaciones del Banco Central, incluidos los fondos absorbidos para mayor rigor del cálculo, alcanzó a 79% ⁽¹⁰⁾.

6. NO HA SIDO NECESARIO EL REDESCUENTO

Los fondos creados por el Banco Central lo han sido, pues, en su casi totalidad contra oro y divisas, según acaba de verse ⁽¹¹⁾. El Banco Central no ha necesitado por lo tanto hacer uso del instrumento fundamental que la ley le ha concedido para crear billetes, o fondos bancarios convertibles en billetes, contra redescuento de documentos. Las operaciones de redescuento efectuadas anteriormente por el Banco, y totalmente liquidadas, han sido más bien de carácter experimental. Antes que crear fondos adicionales para proveer de efectivo a los bancos, el Banco Central ha debido persistentemente absorberles disponibilidades para contener la tendencia latente hacia la expansión del crédito cuando los efectivos son abundantes. Así en el gráfico N° 7 puede observarse cómo el rápido y fuerte incremento de las existencias de oro y divisas en la segunda mitad de 1936 y primera de 1937 apenas se manifestó en un aumento relativamente ligero de los billetes y obligaciones del Banco Central a causa de la intensa absorción de fondos bancarios mediante certificados, que llegó en cierto momento a la cifra máxima de m\$n. 654 millones, además de m\$n. 207 millones absorbidos por el Fondo de Divisas. Obsérvese también cómo la violenta contracción de las existencias de oro y divisas en la segunda mitad de 1937 y durante el año 1938 tampoco afectó sensiblemente los billetes y obligaciones al devolverse a los bancos gran parte del efectivo anteriormente absorbido.

(10) Estos porcentajes difieren de los consignados al pie de los balances del Banco, en virtud de que en los cálculos que en ellos se dan no se tienen en cuenta, por un lado, el oro y divisas absorbidos por el Fondo de Divisas y los Certificados de Custodia, ni, por otro, los fondos cancelados por esos conceptos, de acuerdo con lo que dispone el Decreto Reglamentario de la Ley N° 12.155, sobre la forma de computar la proporción de garantía de los billetes y obligaciones.

(11) Los m\$n. 41 millones adeudados por el Gobierno Nacional al 31 de diciembre último, como los adelantos anteriores, fueron de corta duración, pues al 28 de enero del año en curso habían sido totalmente cancelados.

7. LA POLÍTICA DE ABSORCIÓN Y LAS NECESIDADES DEL TESORO

A partir de 1941 las tenencias de oro y divisas vuelven a crecer con una amplitud que recuerda la de 1936 y 1937. Pero contrariamente a lo que ocurrió en aquella primera experiencia, la línea de los billetes y obligaciones se eleva paralelamente. Las condiciones de hecho son distintas e imponen una política también distinta. Ha sobrevenido un elemento nuevo en el cuadro monetario: la necesidad de financiar con crédito bancario aquella parte de los requerimientos fiscales que no pudo ser cubierta con la colocación de valores en el público. En efecto, el Banco de la Nación Argentina, para la compra de las cosechas, y los otros bancos para atender otras necesidades del Tesoro, han debido movilizar activamente sus efectivos. Mientras tanto, según ya se dijo, han mantenido en un nivel prudente sus préstamos al público, o sea la finalidad que perseguía anteriormente la política de absorción de fondos.

El correctivo de la situación que se nos plantea ahora no debe buscarse tanto en la política monetaria como en la política financiera. Se debe obrar primeramente en este sentido, conforme se tiene dicho en otro lugar de este capítulo, para que la política monetaria pueda aplicarse con positiva eficacia. El Banco Central se encuentra ahora en mejores condiciones técnicas que antes para desarrollar su política de absorción. Como se explicó en la Memoria del año 1938, los certificados emitidos hasta ahora por el Banco Central permitían absorber y cancelar fondos bancarios y prevenir así una inmoderada expansión del crédito; pero sólo podían colocarse en los bancos. No era posible, por lo tanto, intervenir con estos papeles en el público para reducir, en caso necesario, el volumen de medios de pago, esto es, la cantidad de poder de compra a su disposición, cancelando simultáneamente los correspondientes fondos bancarios. Para ello era indispensable formar un mercado de papeles a corto plazo, los cuales se negociaban exclusivamente entre los bancos en tiempos anteriores. Ese mercado está en desarrollo y el Banco Central se encuentra en condiciones de acudir a él en cualquier momento para colocar sus papeles de absorción. Con este designio ha obtenido del Poder Ejecutivo la modificación del artículo 23 del Decreto Reglamentario de su Ley Orgánica, que limitaba a los bancos la colocación de los Certificados de Participación en los Bonos Consolidados del Tesoro Nacional.

Sin embargo, la iniciación de esta política requiere el agir el momento oportuno. Para contener la expansión del crédito bancario — aparte de las imposergables medidas financieras que ataque directamente el desequilibrio — es muy conveniente que el Tesoro Público acuda al mercado de valores en la mayor medida compatible con su estabilidad. Hay fondos invertibles que por su naturaleza prefieren colocarse en papeles de plazo corto o intermedio en vez de títulos a largo plazo. Removida en la última Ley de Presupuesto la limitación que impedía colocar todas las Letras de Tesorería que el mercado solicitaba, y habiéndose resuelto ofrecer al público Bonos del Tesoro a plazos intermedios, será posible satisfacer ampliamente los requerimientos del mercado financiero, dándole la elasticidad que le faltaba. Cuanto más intensa sea la colocación de estos papeles en el público, tanto menor será la necesidad del Tesoro de acudir al crédito bancario. De ahí la importancia monetaria a la vez que financiera de estas operaciones. Se comprenderá por ello que el Banco Central, no obstante la autorización que se le ha conferido, haya juzgado conveniente dar preferencia a estas operaciones antes que a las de sus propios papeles de absorción. De otro modo el Tesoro tendría que usar más crédito bancario, con lo cual se continuaría expandiendo el poder de compra, en la medida en que la colocación en el público de los papeles del Banco Central impidiera la de una cantidad equivalente de valores del Gobierno. La absorción de medios de pago se vería pues neutralizada de inmediato por una nueva expansión.

8. HOLGADA SITUACIÓN DE LOS BANCOS

Los peligros de la expansión crediticia, como se ha manifestado en otro lugar, radican en sus efectos sobre el nivel de los precios y a través de ellos en sus consecuencias perturbadoras sobre todo el funcionamiento de la economía y la vida social. Pero no han afectado al sistema bancario, que ofrece aún considerables posibilidades de dilatación sin trastornos para los establecimientos de crédito. Sus efectivos son abundantes, y muy satisfactorio el grado de liquidez. De los sensibles quebrantos que existían en 1935 por un estado de cosas que viniendo de mucho tiempo atrás se había agravado con la depresión mundial, lo que no se eliminó del sistema bancario con las grandes operaciones de saneamiento de aquel año ha sido gradualmente amortizado en los años subsiguientes. Esto ha sido posible por los satisfacto-

rios beneficios de la explotación bancaria. A pesar de esos beneficios, el Banco Central ha recomendado de continuo la moderación en los dividendos a fin de reforzar cada vez más las reservas. Estas, no obstante las amortizaciones de quebrantos, llegan hoy a m\$n. 146 millones contra m\$n. 88 millones a fines de 1935.

Esa capacidad expansiva del sistema bancario, que ha de tratar de contenerse en las circunstancias presentes, se debe en síntesis a que una parte sustancial de los fondos creados por el Banco Central contra oro y divisas, llevada por la corriente circulatoria, ha ido a engrosar el efectivo de los bancos. Entre fines de 1939 y fines de 1942, dichos fondos creados por el Banco Central se acrecentaron en m\$n. 758 millones ⁽¹²⁾ en forma de billetes y otras obligaciones. Y de este incremento, algo más de la mitad fué a aumentar la circulación de billetes en manos del público; el resto fué por completo a reforzar en forma de billetes y de depósitos de los bancos en el Banco Central los efectivos del sistema bancario.

El efectivo total de los bancos en los últimos tres años considerados sube en esta forma en m\$n. 383 millones ⁽¹³⁾, no obstante la expansión del crédito, y llega a fines de 1942 a m\$n. 1.111 millones o sea el 21% del conjunto de los depósitos de dichos bancos, es decir prácticamente el doble del efectivo mínimo legalmente requerido. Esto sin incluir los m\$n. 139 millones de certificados del Banco Central con que también contaban los bancos en sus cajas.

9. EL BANCO DE LA NACIÓN Y LA FINANCIACIÓN DE LAS COSECHAS

Donde el hecho adquiere su mayor significado es en las cuentas del Banco de la Nación Argentina, que hasta ahora ha cargado casi exclusivamente con la vasta operación de financiar las compras de cosechas. Hace tres años, sólo se habían usado m\$n. 277 millones con este propósito; al terminarse el año 1942 la deuda llegaba a m\$n. 956 millones ⁽¹⁴⁾. Y el efectivo de aquella Institución, lejos de disminuir, aumentó durante ese período en m\$n. 159 millones, de los cuales m\$n. 32 millones corresponden a liquidación de certificados del Banco Central.

(12) Excluidos m\$n. 10 millones de fondos absorbidos y m\$n. 41 millones por la emisión de los billetes no presentados al canje dispuesto por la Ley N° 12.160 según se explica en el apéndice, pág. 99. (13) Incluidos m\$n. 14 millones de otros depósitos en el Banco Central que pasaron a las cuentas de efectivo de los bancos.

(14) La deuda total del Gobierno a los bancos por financiación de cosechas alcanzaba en esa fecha a m\$n. 1.006 millones.

Se explica así que esta importantísima colaboración prestada por el Banco de la Nación a la economía nacional haya podido hacerse prácticamente con sus propios recursos, tanto con los que se encontraban anteriormente en sus efectivos como con los que retornaron una vez cumplida su función circulatoria, sin que en momento alguno se haya presentado la necesidad de acudir al instrumento legal del redescuento.

No obstante esta holgada situación de caja, la magnitud e índole de las operaciones de financiación de las cosechas aconsejaba transformar los simples anticipos en que consistía en una deuda documentada y movilizable y sujeta a un régimen efectivo de amortización. Así lo entendió el Poder Ejecutivo al entregar primero al Banco de la Nación en diciembre de 1941, y en la medida en que lo permitían las autorizaciones legales existentes, la cantidad de m\$n. 250 millones de Bonos del Tesoro de uno a cinco años, de los cuales ya se amortizó la primera cuota de m\$n. 50 millones al cumplirse el primer año; y al obtener del Honorable Congreso la ley necesaria para arreglar el resto de la deuda. En virtud de ella se entregaron al Banco de la Nación m\$n. 750 millones de títulos de 2,75% de interés; su amortización es de 5% anual acumulativa y permitirá cancelarlos regularmente en 16 años sin perjuicio de que las amortizaciones extraordinarias previstas por la ley alivien el peso de esta deuda, en especial cuando al normalizarse la situación puedan liquidarse las existencias de grano en poder de la Junta Reguladora. Estas existencias tienen, a los precios de costo, un valor aproximado de m\$n. 520 millones. Y como al 31 de diciembre de 1942, teniendo en cuenta las operaciones pendientes de liquidación, la inversión neta alcanza a m\$n. 950 millones ⁽¹⁵⁾, el importe de las pérdidas por diferencias de precio o deterioros llega así a unos m\$n. 430 millones. Esta pérdida para el Tesoro, cubierta totalmente con los títulos entregados al Banco de la Nación, se irá amortizando según lo dispone la ley, con beneficios de cambio y con los fondos que arroje la liquidación del Instituto Movilizador; estos últimos podrían calcularse hoy en unos m\$n. 200 a m\$n. 250 millones.

En caso de que el Banco de la Nación negocie en la plaza los títulos que ha recibido recientemente, el Tesoro Nacional

(15) Para llegar a la inversión efectiva de fondos que, como ya se dijo, era de m\$n. 1.006 millones en esa misma fecha, debe agregarse a la inversión neta la diferencia entre los importes a pagar y a cobrar por operaciones realizadas y pendientes de liquidación al 31 de diciembre.

está obligado a pagarle la diferencia entre el valor nominal a que fueron recibidos y el precio real de colocación. Dados los efectivos de dicha Institución y el compromiso contraído por el Gobierno de obtener fuera de ella los fondos requeridos para la financiación de las cosechas de este año, en la medida en que el Banco no juzgara conveniente hacerlo, no es previsible que estos títulos vayan a salir al mercado en un futuro cercano en competencia con los papeles que el Tesoro Nacional necesita colocar.

10. LA EMISIÓN DE BILLETES CONTRA TÍTULOS

Los títulos entregados al Banco de la Nación también pueden ser vendidos al Banco Central o caucionados en él, hasta la cantidad de m\$n. 400 millones, en las condiciones que ambos convengan. La ley ha dado, pues, a la Institución reguladora una nueva facultad que le permitirá emitir billetes hasta tal suma con la garantía de los títulos mencionados.

Basta señalar este punto, que no por corresponder a una situación de emergencia deja de entrañar una modificación fundamental en el régimen de la emisión de billetes del Banco Central, para justificar la necesidad de proceder en esta materia con extrema moderación. La firmeza de propósitos en tal sentido ha de contribuir a disipar muy explicables preocupaciones. La posición del Poder Ejecutivo es bien definida, según se desprende de la nota que el 11 de enero pasado envió el señor Ministro de Hacienda al Banco Central al comunicarle el Decreto Reglamentario de la ley respectiva. Corresponde transcribir íntegramente su texto, pues el Banco Central propone a la Asamblea Extraordinaria de Bancos Accionistas tomar los conceptos allí expresados como base de la autorización que se le solicita. He aquí el texto:

“En la ley recientemente dictada para arreglar la deuda del Estado al Banco de la Nación Argentina proveniente de las compras de cosechas, se faculta al Banco Central de la República Argentina para adquirir o caucionar, hasta la cantidad de m\$n. 400 millones, los títulos que se entregan en pago a aquella Institución.

“No se establece limitación alguna en el uso de esa facultad dentro de la cifra referida. El proyecto del P. E. prescribía que los títulos sólo podrían ser adquiridos por el Banco Central para proveer de efectivo a los bancos en caso de retiros de depósitos.

No creo, sin embargo, que dentro del régimen orgánico del Banco Central sea necesario usar de esa facultad con otro propósito que el de hacer frente a la referida eventualidad de los bancos. Es más, en las circunstancias presentes, usar de tal facultad con fines distintos significaría agravar el proceso de expansión crediticia acerca de cuyos peligros la última Memoria de esa Institución ha manifestado conceptos que comparto totalmente.

“Estoy persuadido por ello de que al establecerse en los convenios que la Ley prevé las condiciones en las cuales el Banco Central adquirirá o caucionará los títulos en cuestión, ha de llegar a una fórmula satisfactoria que, sin incurrir en extremos de rigidez que impidan hacer frente a imprevisibles situaciones de emergencia, deje claramente sentado que los bancos adquirentes de los títulos deben seguir efectuando sus préstamos sobre la base de sus actuales recursos y de los que afluyan a ellos en el curso de sus operaciones normales, sin considerar en ningún momento que dichos títulos constituyen el instrumento que les proveerá de recursos adicionales para aumentar sus créditos. Esto no impide ciertamente que, al determinarse aquellas condiciones, el Banco Central no pueda reservarse la apreciación de las circunstancias en las cuales se justifique adquirir o caucionar los títulos para proveer a los bancos de esos recursos adicionales, si se presentara el caso excepcional en que fueran insuficientes los recursos existentes en el sistema bancario o no pudiera aplicarse con la debida eficacia el resorte del redescuento que la ley ha puesto en manos del Banco Central como elemento primario de regulación monetaria.

“He juzgado conveniente fijar con claridad estos conceptos que se inspiran en preocupaciones análogas a las que hoy tiene el Banco Central frente a la situación monetaria, dado que este asunto — en virtud de lo dispuesto por el artículo 54 de la Ley 12.155 — tendrá que ser considerado por una Asamblea Extraordinaria de Bancos Accionistas cuya autorización previa es esencial para que el Banco pueda hacer uso de las facultades que se le confieren. Como antecedente inmediato, ha de interesar también a la Asamblea recordar las consideraciones que con respecto a las funciones de regulación monetaria del Banco Central formuló el P. E. al referirse al proyecto que se transformó en Ley: “La adquisición o caución de las obligaciones por el Banco Central no sería automática, ni tampoco podría serlo sin grave detri-
miento para la seguridad del sistema monetario puesto bajo su

control. Es este un punto fundamental que el P. E. debe destacar muy especialmente, pues el apartarse de él significaría dislocar seriamente la organización creada en 1935. Ni el redescuento, por excelente que sea la calidad de los documentos, ni la compra o caución de valores, deben ser funciones mecánicas que se han de atender a sola presentación de los papeles pertinentes. Es indispensable reservar al Banco la facultad de realizar o no esas operaciones según sean las condiciones del mercado monetario y financiero y los requerimientos de fondos de la actividad económica.

“La ley aprobada se inspira en estos conceptos y las dudas que la redacción de algunas modificaciones pudo haber suscitado quedaron disipadas por expresa intervención mía. Al discutirse, en efecto, en la Cámara de Diputados el despacho de la Comisión de Presupuesto y Hacienda relativo a ese proyecto, el Diputado Guido propuso la redacción del artículo 5º que en definitiva se aprobó. En virtud de prestarse a confusión algunos de los términos de esa nueva redacción y de no hacerse en ella referencia al retiro de depósitos, el Ministro que suscribe creyó oportuno aclarar que si la interpretación auténtica del texto era considerar que la palabra “comprometerá” no implicaba el carácter de redescuento automático, no tenía observación que formular al artículo. A renglón seguido el Diputado Guido prestó su conformidad, con el asentimiento inmediato de la Cámara”.

Es tanto más oportuno destacar estas directivas fundamentales cuanto que la gran potencia de nuestra primera institución de crédito incita frecuentemente a recargarla con nuevas operaciones especiales que vienen a agregarse inconvenientemente a la pesada tarea de financiar las cosechas. La prudente gestión del Banco de la Nación y el serio concepto que tiene el Banco Central de sus responsabilidades monetarias han de contribuir a desvanecer el temor de que pueda acudirse a la emisión de billetes contra títulos para facilitar la realización de dichas operaciones.

11. INTERVENCIÓN DEL BANCO CENTRAL EN LA BOLSA

No es que la creación de fondos contra títulos sea en sí un peligro, especialmente cuando guarda una adecuada relación con las reservas monetarias y no está destinada a alimentar la expansión del crédito, sino a hacer frente a situaciones de emergencia en que se requiere dar fondos líquidos al mercado para evitar

una tensión peligrosa. En tales circunstancias la mera posibilidad de crear esos fondos suele ser suficiente para prevenir o aliviar esa tensión. Es el caso del retiro de depósitos a que se refiere en su nota el señor Ministro de Hacienda o el de una situación de extrema presión bursátil. Los factores de índole psicológica que provocan semejantes situaciones pueden prevenirse por una oportuna intervención de la Institución emisora mediante la caución o compra de títulos. A este respecto, es de esperar que a la sanción del proyecto que arregla la deuda con el Banco de la Nación se agregue este año la del otro proyecto bancario sometido por el Poder Ejecutivo al H. Congreso por el cual se autoriza al Banco Central a comprar valores nacionales en la plaza para conjurar los peligros de eventuales trastornos bursátiles. Como se dijo en la Memoria anterior, el sistema bancario, con los amplios recursos con que cuenta, está preparado para hacer frente a situaciones semejantes. Pero el disponer de la facultad de comprar títulos dentro de una cantidad adecuada daría a la intervención del Banco Central toda la gravitación psicológica necesaria para obrar con pronto éxito en momentos de perturbación.

Ya se ha explicado también en la Memoria precedente que una atribución de esta índole no debiera emplearse ni para allegar recursos fáciles al Tesoro ni para contrariar artificialmente las tendencias fundamentales del movimiento bursátil determinadas, como en otros mercados, por la acción de la oferta y la demanda. Es oportuno recordar que las intervenciones de esta naturaleza del Banco Central en la Bolsa han tenido siempre carácter transitorio ⁽¹⁶⁾. Las compras de valores han sido fuertes

(16) En la primera de esas intervenciones, que se produjo al iniciarse la guerra, el Banco Central compró m\$n. 38 millones de títulos entre mediados de agosto y principios de septiembre. Comenzó a venderlos a mediados de este mes y terminó su colocación en la Bolsa y mediante ventas directas a reparticiones públicas en los últimos días de noviembre del mismo año. Con la invasión de los Países Bajos y la caída de Francia se produjo un movimiento similar. Esta vez el período de compras iniciado a fines de abril de 1940 duró cerca de dos meses y medio, lo que no es de extrañar si se recuerda la serie de acontecimientos exteriores excepcionales que se produjeron en ese lapso, y las adquisiciones sumaron m\$n. 77 millones. Las ventas comenzaron a principios de septiembre y terminaron tres meses después, en noviembre. Finalmente, la última intervención ocurrió a fines de 1941 cuando los Estados Unidos entraron en la guerra. Se acentuaron entonces considerablemente las compras realizadas a raíz de la conversión, y el Banco Central debió adquirir en total hasta fines de diciembre m\$n. 93 millones de títulos que a fines de abril de 1942 había logrado vender nuevamente en el mercado. En estas operaciones no han tenido intervención alguna los bancos particulares, cuyas adquisiciones de títulos del Gobierno, tanto en este caso como en cualquier otra oportunidad, están determinadas exclusivamente por sus propias conveniencias.

en los momentos críticos, pero terminaron totalmente al tranquilizarse el mercado; luego siguieron las ventas graduales de los mismos títulos, sin que el Tesoro ni el Banco Central quedasen con cantidad alguna de ellos. Todas las tenencias de títulos del Banco Central son el resultado de la acumulación de las reservas constituidas con sus propios beneficios. Esta explicación de los fines y alcances de la intervención en la Bolsa ha de contribuir a disipar la suposición de que en virtud de la acción reguladora del Banco Central las cotizaciones de los valores nacionales no están expuestas como las de otros valores a la eventualidad de un descenso natural. El Banco sólo se propone evitar bruscas fluctuaciones provocadas por graves trastornos psicológicos, y conjurar liquidaciones desastrosas, pero sin evitar que la plaza tome el nivel que corresponda según las condiciones de fondo que prevalecen, distintas, desde luego, de esos factores psicológicos que suelen ser de breve duración. Está en el interés de todos los emisores, por otro lado, que cuando la capacidad de absorción del mercado pueda debilitarse las emisiones se realicen con la moderación indispensable para no resentirlo inconvenientemente. Es en esas circunstancias cuando la influencia de la Comisión de Valores no dejará de hacerse sentir, como en pasadas oportunidades, con indudables beneficios para todo el mercado financiero.

12. DIVERSIFICACIÓN DE LOS PAPELES DEL TESORO

Estas consideraciones, unidas a lo que se dijo ya en otro lugar, señalan la conveniencia de diversificar los papeles que coloca el Tesoro Público en cuanto a su duración, según se indicó más arriba. Los papeles de más corto plazo, como es lógico, están menos expuestos a las oscilaciones en los tipos de interés: por ejemplo, a un descenso de m\$n. 3 en un papel de 4% y 25 años de duración sólo corresponde, matemáticamente, una baja de m\$n. 0,40 en Bonos del Tesoro de uno a cinco años y 2,75% de interés. La existencia de estos papeles intermedios permitirá que los fondos de inversión relativamente transitoria puedan colocarse en estos papeles dejando los títulos para las inversiones largas, como ocurre en las plazas financieras bien organizadas. El desarrollo de este tipo de operaciones podrá contribuir así a la mayor estabilidad del mercado.

III. ALGUNOS PROBLEMAS DE LA POSTGUERRA

I. HAY QUE EVITAR VIOLENTAS CONTRACCIONES

Es necesario ir preparando el terreno para afrontar sin zozobras los problemas que pueda traernos en estas materias la terminación de la guerra. La creencia de que ciertas situaciones sólo han de tener un desenlace violento, si bien se apoya en más de una comprobación pasada, resulta injustificada cuando con ello se quiere implicar que los acontecimientos futuros deben sobrevenir necesariamente con drásticas consecuencias. El pánico y la liquidación han podido prevenirse totalmente en la Bolsa y en los bancos al estallar la guerra, y el considerable esfuerzo financiero impuesto al país por esta emergencia ha podido realizarse sin trastornos funcionales. No hay razones fundadas para suponer que en el posible contragolpe de la postguerra el país haya de perder el control de sus movimientos dejándose llevar a la deriva de los acontecimientos. Nuestro sistema bancario y financiero dispone de los resortes fundamentales para volver a sobrellevar difíciles situaciones bursátiles y para hacer frente a una eventual salida de fondos llegados al país en busca de un transitorio refugio: las reservas monetarias alcanzan a cifras de consideración, según se ha visto en otro lugar, y de ellas podrá tomarse, en caso necesario, lo que sea razonable para que esos fondos puedan salir gradualmente en forma tal que se eviten resultados perjudiciales. Plantéase también la posibilidad de una reacción de carácter deflacionista que provoque la contracción del crédito bancario con la consiguiente liquidación desastrosa de los negocios. Pero, precisamente, una de las razones primordiales que se han tenido para la creación del Banco Central ha sido prevenir estas bruscas restricciones que afectan en general a todas las actividades por la estrecha interdependencia que existe entre los distintos sectores de la economía. Ello sin perjuicio de la liquidación ordenada de todo lo que no tenga la necesaria consistencia económica, lo cual puede efectuarse cautelosamente sin sacudimientos contraproducentes en la estructura del crédito.

Al formular estas consideraciones, muy lejos está el Banco Central de pretender disminuir la seriedad de los problemas que puedan sobrevenir en la postguerra y de estimar ligeramente las graves responsabilidades que le conciernen. Por lo contrario, presentando en la forma más objetiva el curso de los acontecimien-

tos, se ha subrayado con insistencia la necesidad impostergable de ciertas medidas, unas de continencia, otras de previsión y fortalecimiento, que permitirían al país afrontar los trastornos que pueda traernos la terminación del conflicto.

2. NO SON INCOMPATIBLES LA INDUSTRIA Y LAS IMPORTACIONES

Lo que acaba de sugerirse acerca de la política de crédito después de la guerra tiene particular conexión con el desarrollo industrial. La tranquila actitud de los bancos será un elemento fundamental de estabilidad. Pero esto concierne a un solo aspecto del problema, subordinado en realidad a otro de carácter decisivo. El país se encontrará con que una parte importante del consumo de su población y de lo que requiere para su actividad económica se obtiene por el esfuerzo de su propia industria. Si las importaciones vuelven a tomar su curso habitual y a tener la misma composición que antes, la industria primero y la economía del país en seguida podrán verse arrastradas a una seria depresión que malogre el esfuerzo de los últimos años. El conjurarlo a tiempo depende de la propia decisión del país. No hay por qué seguir importando lo mismo que antes si ahora se produce razonablemente aquí. Pero sí tendremos que importar ingentes cantidades de otros artículos, no sólo porque los necesitamos, sino también por ser indispensable seguir importando para seguir exportando. Por lo tanto, el problema no consiste en reducir las importaciones, sino en cambiar su composición, o en otros términos, en reestructurar las importaciones en forma tal que, sin menoscabo de su industria, el país pueda importar lo mucho que no produce y necesita, y con tanta amplitud como lo permitan sus exportaciones.

Lejos, pues, de ser incompatible nuestro desarrollo industrial con el comercio exterior, ambos podrían complementarse a fin de lograr el máximo de provecho para la economía nacional y asegurar las condiciones propicias para su más intenso desarrollo demográfico por la inmigración y el crecimiento vegetativo de sus habitantes.

Es éste un simple enunciado, un mero criterio para abordar el estudio del problema, y no una fórmula concreta. Antes hay que examinar cuidadosamente los hechos para discernir lo bueno de lo endebles, de lo inconsistente o lo excesivamente gravoso y preparar a tiempo el terreno para que el reajuste se efectúe sin

commociones. En el mercado interno, aflojada la tensión actual, no tardará en restablecerse plenamente el juego de una competencia saludable en que tendrán que prevalecer los establecimientos más eficientes, los de mayor prudencia, los que en estos tiempos de bonanza han sabido sanear sus balances y constituir previsoras reservas.

3. UTILIZACIÓN RACIONAL DE LAS DIVISAS

Desde otro punto de vista, se trata de un problema de mejor aprovechamiento de las divisas provenientes de nuestras exportaciones: no teniéndose que importar la misma proporción que antes de artículos elaborados o de los materiales que hoy produce la actividad nacional, se podrá destinar mayor proporción de divisas a la importación de los bienes de capital que requiere el desenvolvimiento de la industria, de las comunicaciones y de la actividad económica en general, tanto por su crecimiento orgánico como para reponer lo que exija el intenso desgaste a que está sometido actualmente el aparato de la producción y los transportes: material ferroviario y de transportes urbanos, automotores, en los que se habrá llegado a un bajísimo coeficiente, material de aviación comercial, máquinas e instrumentos para la industria y la agricultura y otros materiales indispensables para el desarrollo y seguridad del país. Todo ello sin contar el valor considerable de los materiales básicos y esenciales que necesitamos importar — según se ha visto insistentemente en esta emergencia — cuya producción local, en los casos en que sea posible, será de gradual desarrollo; y el valor no menos considerable de artículos elaborados de consumo directo que el país no fabrica, así de los que ya existían al comienzo de la guerra como de los que van surgiendo del asombroso desenvolvimiento de la técnica productiva en los grandes países beligerantes.

Hay en todo esto otro punto de innegable importancia. Cuanto mayor sea la proporción de nuestras divisas que se dedique a la importación de esos bienes de capital o capitales concretos recién mencionados, tanto menor será la necesidad que tenga el país de tomar divisas adicionales en préstamo o acudir a la inversión de capitales foráneos para promover el mayor desenvolvimiento de su economía. Gran parte de las inversiones extranjeras en nuestro país ha tomado en última instancia la forma de importación de bienes de capital. El destinar a éstos una parte

creciente de nuestras propias divisas mientras se expande la producción local de otros artículos, nos permitirá lograr los mismos resultados con un considerable fortalecimiento de la economía nacional.

4. EL FUTURO DE LAS EXPORTACIONES

En la amplitud o el ritmo con que ello pueda realizarse influirá naturalmente el curso de nuestras exportaciones, según continúen en la misma línea estacionaria de los últimos quince años o emprendan el vigoroso ascenso de otros tiempos si se vuelven a abrir liberalmente los mercados mundiales para la producción agropecuaria argentina, sea para los mismos productos que antes, sea para otros productos que la demanda internacional requiera.

No podríamos dejar de señalar aquí, por las proyecciones que ello tiene, el desarrollo de nuestro comercio con países vecinos y otros países de este continente con los cuales manteníamos antes un intercambio exiguo. Adquirimos hoy en esos países ciertas materias primas y productos elaborados que antes comprábamos en otros, y a la vez les enviamos artículos que ellos necesitan esencialmente. El caudal de este intercambio, ya importante, es susceptible de mayor ampliación, dado el desarrollo de la capacidad productiva que se está operando en algunos de ellos y en nuestro país. Se justifica, pues, el dedicar sostenida atención a este asunto por las ventajas de distinto orden que trae consigo esta mayor vinculación continental.

5. EL PROBLEMA DE ATENUAR LAS FLUCTUACIONES ECONÓMICAS

La mejor utilización de las divisas tiene además otro significado en un país cuyas exportaciones están sujetas a fluctuaciones continuas y muy pronunciadas. De producirse en el país la mayor parte de los artículos elaborados que requiere el consumo y la actividad corriente, nuestras importaciones en épocas de penuria de divisas como las que el país ha conocido podrían en gran parte limitarse a los materiales esenciales para el funcionamiento de la industria y de la actividad económica, según hoy sucede por otras razones. Los tiempos de holgura, de abundancia de cambio, podrían aprovecharse para importar los capitales concretos a que se hizo referencia y todo aquello que por no ser

indispensable no pudiera traerse del exterior en tiempos de escasez de divisas. Hay que aprovechar las enseñanzas derivadas de la presente emergencia, tanto en materia de importaciones como en lo que toca a las posibilidades que ofrece la política monetaria y financiera para lograr progresivamente que el país pueda mantener un ritmo intenso en su actividad económica con mínima repercusión de las fluctuaciones exteriores.

6. ES OPORTUNO PLANTEAR ESTOS PROBLEMAS

Tan de cerca conciernen estos problemas al Banco Central por su relación con el balance de pagos, los cambios y el crédito, que no ha de juzgarse fuera de lugar el mencionarlos en esta Memoria. Y si los conceptos anotados no tienen otra virtud que plantear desde ahora asuntos de tanta importancia, a los que el país tendrá que hacer frente una vez terminado el conflicto, y provocar su discusión, habrán cumplido sobradamente el fin que persiguen.

También se ha querido en estas páginas expresar la convicción de que si se procede juiciosamente en estos tiempos de emergencia y el país se esfuerza, con actos deliberados de energía y previsión, en afrontar situaciones que no se resuelven espontáneamente, se encontrará luego en condiciones tanto más favorables para influir sobre su economía interna y participar en la reconstrucción de la economía internacional con hondo y auténtico sentido de las conveniencias nacionales.

II. EL BALANCE DE PAGOS Y LAS OPERACIONES DE CAMBIO

1. RESULTADOS GENERALES

En 1942 nuestras cuentas internacionales han vuelto a cerrar con un crecido saldo positivo de m\$n. 503 millones ⁽¹⁾ debido tanto a los resultados del intercambio comercial como al ingreso de fondos provenientes del extranjero.

El balance de pagos en los últimos años

Rubros	1939	1940	1941 (²)	1942 (³)
<i>(En millones de m\$n. al tipo comprador oficial)</i>				
Activo	1.714	1.610	2.003	2.114
Exportaciones (⁴)	1.573	1.439	1.533	1.609
Saldo del movimiento de capitales y otros fondos del exterior	66	79	325	235
Inversiones públicas		16		
Fletes y gastos de puerto	33	35	55	111
Varios	42	41	90	69
Pasivo	1.704	1.669	1.506	1.567
Importaciones	1.223	1.272	1.086	1.063
Servicio de la deuda pública	142	153	138	153
Gastos públicos (incl. armamentos)	50	22	15	24
Servicios financieros de empresas privadas y de servicios públicos	289	222	267	327
Saldo	10	- 59	497	547
Importaciones netas de oro de particulares	- 6	- 2	- 1	- 4
Repatriación de deuda pública		- 32	- 21	- 103
Repatriación de deuda privada				- 32
Ajuste deuda comercial y diferencias varias (⁴)	155	28	5	95
Saldo neto	159	- 65	480	503

(1) Cifras corregidas. (2) Cifras provisionales. (3) Valores de la estadística nacional ajustados por diferencias de precios en algunos productos. Incluye los gastos de embarque para llevarlos a valores FOB. (4) Rubro residual que proviene del aumento o disminución del valor de las importaciones impagadas, de las variaciones del cambio vendido por anticipado sobre exportaciones a realizar y de diferencias o errores, que no es posible determinar, en las cifras del comercio exterior.

(1) Para los cálculos del balance de pagos se toman en cuenta las operaciones de cambio al contado y a término convertidas a pesos según el tipo comprador de cambio, de acuerdo con la equivalencia de m\$n. 13,50 por libra esterlina o m\$n. 335,82 por cien dólares.

El comercio exterior dejó un superávit de m\$n. 636 millones, bastante superior al de 1941, como consecuencia del aumento en el valor de las exportaciones. Los ingresos netos por concepto de movimiento de capitales y otras remesas diversas, fletes y gastos de vapores sumaron m\$n. 415 millones. Estos excedentes permitieron atender con holgura los requerimientos de divisas para el pago de los servicios financieros que el país debe realizar en el exterior: deuda pública, gastos oficiales, remesas de empresas privadas y de servicios públicos, que en total insumieron m\$n. 504 millones o sea alrededor de un 20% más que en 1941. Se aplicaron también m\$n. 135 millones a la repatriación de valores públicos y privados, y el resto fué a acrecentar las tenencias de oro y divisas del país, según se explicó en la sección segunda del primer capítulo.

2. LAS OPERACIONES SEGÚN LA DISPONIBILIDAD DE LAS DIVISAS

Las cifras comentadas abarcan el conjunto de nuestras cuentas internacionales, en las que, como es sabido, existen compartimientos estancos. Buena parte de las operaciones de cambio se realiza, en efecto, por intermedio de cuentas de compensación o en divisas bloqueadas y no es posible utilizar los excedentes que se acumulan a nuestro favor en el desarrollo de los negocios con algunos países para atender operaciones en otros, estén éstos en un régimen de divisas bloqueadas o de libre disposición.

Interesa por ello discriminar cómo estuvo constituido el saldo que han arrojado en 1942 nuestras cuentas internacionales.

En el sector de las divisas de libre disposición el comercio exterior dió un saldo de m\$n. 279 millones y el ingreso neto de capitales y otros fondos del exterior alcanzó a m\$n. 347 millones, o sea, en total, un excedente de m\$n. 626 millones. Este excedente permitió cubrir los rubros pasivos del balance dejando un superávit de m\$n. 340 millones.

Entre los ingresos netos de fondos del exterior, los provenientes de fletes alcanzan por primera vez una cifra de gran magnitud, que en buena parte corresponde a la Flota Mercante del Estado, cuyos resultados financieros han sido sumamente favorables ⁽²⁾.

(2) Las reservas y utilidades acumuladas por la Flota Mercante del Estado representan cerca de la mitad del valor de adquisición de los buques que la constituyen.

Los ingresos en concepto de fletes representan una incorporación definitiva de fondos al país. No sucede lo mismo con los excedentes del movimiento de capitales y demás remesas del exterior, en la medida en que se trata de fondos de inversión transitoria. No es posible decir cuánto ha representado este tipo

El balance de pagos en 1942 en divisas libres y de compensación (1)

Rubros	Divisas de libre disponibilidad	Divisas de compensación			Total general (2)
		Imperio Británico	Brasil	España	
(En millones de m\$n. al tipo comprador oficial)					
Activo	1.236	749	102	23	2.114
Exportaciones (3)	889	688	102	20	1.699
Saldo del movimiento de capitales y otros fondos del exterior	235				235
Fletes y gastos de puerto	86	25			111
Varios	26	36		3	69
Pasivo	871	502	162	24	1.567
Importaciones	610	(4) 270	(4) 162	14	1.063
Servicio de la deuda pública	92	59		2	153
Gastos públicos (incl. armamentos)	21	3			24
Servicios financieros de empresas privadas y de servicios públicos	148	170		8	327
Saldo	365	247	- 60	- 1	547
Importaciones netas de oro de particulares	- 4				- 4
Repatriación de deuda pública	- 48	- 53		- 2	- 103
Repatriación de deuda privada		- 32			- 32
Conversión a divisas de libre disponición	- 8			8	
Ajuste deuda comercial y diferencias varias (5)	35	45	9	4	95
Saldo neto	340	207	- 43	1	503

(1) Cifras provisionales. (2) Incluye importes exiguos correspondientes a otros países con los cuales existe un régimen de cuentas de compensación. (3) Valores de la estadística nacional ajustados por diferencias de precios en algunos productos. Incluye los gastos de embarque para llevarlos a valores FOB. (4) Se agregan las importaciones de combustibles líquidos originarios de otros países que el Imperio Británico, que se pagaron con libras bloqueadas. (5) Valor FOB de las exportaciones de Brasil a la Argentina, según los términos del Convenio. (6) Rubro residual que proviene del aumento o disminución del valor de las importaciones impagadas, de las variaciones del cambio vendido por anticipado sobre exportaciones a realizar y de diferencias o errores, que no es posible determinar, en las cifras del comercio exterior.

de fondos en los ingresos netos habidos en 1942, en parte por la naturaleza de esas inversiones y en parte porque las informaciones que se poseen sobre el movimiento de capitales en este sector de nuestras cuentas internacionales son insuficientes para determinar su índole y destino. Con el objeto de salvar en lo posible la deficiencia, el Banco Central ha efectuado una encuesta sobre los capitales extranjeros invertidos en el país, cuyos resultados se están analizando. Asimismo recoge permanentemente

mente otras informaciones vinculadas con tal problema. Se espera que ello permitirá en lo futuro dar una información más precisa sobre esta parte de nuestro balance de pagos.

En las cuentas de compensación tuvimos un excedente de m\$n. 207 millones con el Imperio Británico y un saldo negativo de m\$n. 43 millones con Brasil. Más adelante se hará referencia en detalle al desenvolvimiento de nuestras cuentas con estos dos países y con España.

3. DESARROLLO DEL COMERCIO EXTERIOR

Como se acaba de señalar, el intercambio comercial arrojó en 1942 un saldo a favor de la Argentina superior en cerca de m\$n. 200 millones al de 1941, debido exclusivamente al aumento del valor de las exportaciones, pues el valor de las importaciones se mantuvo casi sin variación. Ello ocurrió a pesar de haber decrecido notablemente el volumen de unas y otras ⁽³⁾ por la escasez de bodegas y las restricciones que establecieron ciertos países con los cuales nuestro intercambio es más activo. El precio medio por tonelada de los artículos que compramos y vendemos experimentó así un ascenso de aproximadamente 40%. Dos son los factores que provocaron ese aumento: el alza de los precios y las modificaciones en la composición del intercambio. El alza de los precios fué el factor determinante del aumento del valor medio en las importaciones, donde se produjeron reducciones importantes de volumen en sólo contados artículos de poco valor unitario (combustibles y hierro), mientras que no se alteró fundamentalmente el volumen y la composición de los rubros restantes. En las exportaciones, en cambio, donde también influyó, aunque en menor medida, al aumento de las cotizaciones, se produjo, además de un ascenso en el volumen de nuestros envíos de carne al Imperio Británico y a Estados Unidos, una importante modificación en la composición de los embarques. Ocupan ahora una proporción importante del valor de nuestras exportaciones ciertos artículos manufacturados que hasta fecha reciente no se exportaban y que son en general de un valor unitario mucho mayor que el de los productos que tradicionalmente enviábamos al extranjero.

(3) 940.000 toneladas las exportaciones y 1.960.000 toneladas las importaciones, es decir 15% y 30%, respectivamente, en relación a las de 1941.

Pero no sólo en el volumen y el valor de nuestro comercio exterior produjo modificaciones la situación creada por el conflicto bélico. También en la distribución por países han ocurrido alteraciones apreciables, según puede verse en el siguiente cuadro:

Comercio exterior argentino por principales países

(En millones de m\$n al tipo comprador oficial)

Períodos	Imperio Británico	Estados Unidos	Brasil	Durá más países americanos	Suecia	Otros países	Total general
Exportación (¹)							
Promedio 1937/1939	577	221	86	62	30	781	1.757
1941	553	562	83	138	16	181	1.533
1942 (²)	688	502	102	218	73	116	1.699
Importación							
Promedio 1937/1939	371	284	51	90	27	524	1.407
1941	314	370	123	169	22	88	1.086
1942 (²)	264	329	190	142	81	60	1.066

(¹) Valores de la estadística nacional ajustados por diferencias de precios en algunos productos. Incluye los gastos de embarque para llevarlos a valores FOB. (²) Cifras provisionales.

En 1942, el valor de los embarques al exterior alcanzó una cifra similar a la de pre-guerra, no obstante que el volumen físico es inferior en un 25% aproximadamente. Entre 1939 y 1942 se duplicó el valor de nuestras ventas a Estados Unidos — que representan actualmente 30% del total —, a los países sudamericanos y a Suecia, con lo que se compensó casi totalmente la reducción que se produjo en el mismo período en los embarques a la Europa continental. En nuestras exportaciones al Imperio Británico el ascenso es bastante más reducido. Ello no obstante, ese país participó en 1942 con el 40% en nuestras ventas al exterior. Gran parte del aumento que se produce en las ventas corresponde, en el caso de Estados Unidos, a los artículos tradicionales de nuestra exportación — carnes, cueros, productos lecheros y curtientes —, y en el caso de Suecia, a trigo, lana, grasas y aceites. Por lo contrario, el ascenso que se produce en los países sudamericanos proviene en su mayor parte de los artículos elaborados por nuestra industria: tejidos, productos medicinales, aceites, y muchos otros de menor importancia.

El comportamiento de las importaciones es distinto. Si la comparación se efectúa con el período de pre-guerra, se nota que baja el valor total, aunque con mucho menor intensidad que el volumen a causa del aumento considerable en los precios. Se ob-

servan naturalmente descensos muy importantes en los países de Europa continental. También disminuyen, aunque en forma más moderada, las importaciones provenientes del Imperio Británico. En cambio, demuestran aumentos, que están muy lejos de compensar aquellos descensos, las compras a Suecia, a Estados Unidos y a los demás países americanos. El ascenso en las importaciones provenientes de estos países se debe en gran parte a artículos que antes no les comprábamos: carbón, productos químicos, caucho, hilados, maderas, cobre y otros de menor importancia.

4. CONVENIO DE PAGOS CON GRAN BRETAÑA

Las notorias dificultades con que tropieza Gran Bretaña para seguir manteniendo sus envíos a la Argentina han originado en 1942 una nueva contracción en el valor de nuestras importaciones de ese origen, que alcanzaron apenas a un 70% de lo que fueron en 1940. Si se tiene presente que los valores se hallan afectados por la elevación de los precios, se advertirá en qué medida se han contraído nuestras compras en el Reino Unido en términos de volumen físico.

El balance de pagos con el Imperio Británico en los últimos años

R u b r o s	1940	1941	1942 (*)
(En millones de m\$n al tipo comprador oficial)			
Activo	584	613	749
Exportaciones (*)	580	553	688
Fletes y gastos de puerto	(*)	16	25
Varios	(*) 4	44	36
Pasivo	531	543	502
Importaciones (*)	386	330	270
Servicio de la deuda pública y gastos oficiales	59	62	62
Servicios financieros de empresas privadas y de servicios públicos	(*) 86	151	170
Saldo	53	70	247
Repatriación de deuda pública		- 21	- 53
Repatriación de deuda privada			- 32
Ajuste deuda comercial y diferencias varias	21	- 9	45
Conversión a divisas de libre disposición	- 19		
Saldo neto	55	40	207

(1) Cifras provisionales. (2) Valores de la estadística nacional ajustados por diferencias de precios en algunos productos. Incluye los gastos de embarque para llevarlos a valores FOB. (*) No se poseen cifras discriminadas; figuran incluidas en el rubro Varios. (4) Hasta junio de 1940, parte de estas transferencias se efectuaban por el mercado libre, fuera de la cuenta especial. (*) Se agregan las importaciones de combustibles líquidos originarios de otros países que el Imperio Británico, que se pagaron en libras bloquedas.

Por otro lado, como a favor de un aumento de los precios y del volumen en los renglones hoy más importantes — carnes, cueros, etc. — el valor de nuestras exportaciones a ese país aumentó en más de 20% con respecto a lo que fué en los años inmediatos anteriores ⁽⁴⁾, se originó un excedente de más de m\$n. 400 millones en el intercambio con el Imperio Británico, doble del que se registró en los años 1940 y 1941. El saldo cubrió con exceso los rubros pasivos corrientes de nuestro balance de pagos con dicho país — no obstante el incremento experimentado en las repatriaciones de capital privado y en los servicios financieros de las empresas privadas y de servicios públicos —, y el remanente, m\$n. 207 millones, vino a agregarse a nuestra ya importante tenencia en libras bloqueadas.

Debido a que, por el momento, no existe posibilidad de convertir esas libras en divisas de libre disposición, la única forma de utilizarlas consiste en repatriar deuda pública o privada, según se explicó en la sección segunda del primer capítulo, al comentar este problema. Con ese propósito, al realizarse las conversiones se han adquirido con libras bloqueadas cédulas y títulos nacionales que estaban en poder de tenedores residentes en el Imperio Británico por valor de m\$n. 35 millones. Asimismo se compraron en Londres títulos argentinos emitidos en libras por valor de m\$n. 31 millones y se llamó a rescate el saldo de m\$n. 5 millones del empréstito Trasandino y el de m\$n. 3 millones del de la Provincia de Corrientes. También se repatriaron acciones y obligaciones de empresas privadas por valor de m\$n. 32 millones.

5. CONVENIO DE PAGOS CON BRASIL

Como se recordará, las negociaciones terminadas en 1941 con Brasil abarcaron dos aspectos: el estímulo al intercambio comercial y el régimen de pagos. El convenio de pagos puesto en vigor a mediados de 1941, tuvo por objeto facilitar la solución del problema que planteaba la existencia de un exceso sistemático de nuestras exportaciones al Brasil con respecto a las importaciones de ese origen. Fué cláusula principal de dicho convenio la que dispuso que el excedente que arrojara el in-

(4) Ese aumento se debe, parcialmente, al crecimiento de las exportaciones a Sud África, una parte de las cuales se reexporta.

tercambio comercial sobre un equivalente de dólares 2,5 millones sólo podría hacerse efectivo mediante un aumento de las compras por el país acreedor.

En las condiciones en que por entonces se desenvolvía el intercambio, correspondía a nuestro país realizar el esfuerzo para aumentar sus importaciones de Brasil. Así lo hizo, otorgando una cuota muy amplia para tejidos de algodón y tratando de estimular las adquisiciones de madera, hierro, caucho y otros productos de ese país. Pero el desplazamiento de mercados provocado por la guerra y el alza de los precios de casi todos los artículos que adquiríamos en el Brasil invirtieron la situación que existía en el momento de ponerse en vigencia el convenio y a raíz de ello se acumularon importantes saldos a favor de la nación vecina.

Un breve análisis de nuestro intercambio con Brasil permite advertir cómo se ha modificado su estructura.

Intercambio con Brasil

Rubros	1940	1941	1942 (*)
(En millones de m\$n al tipo comprador oficial)			
Exportaciones al Brasil (2)	75,9	83,4	101,7
Trigo y harina de trigo	67,3	64,8	74,2
Frutas frescas	1,4	2,2	3,8
Lanas	0,1	0,7	3,6
Cemento		0,3	2,2
Varios	7,1	15,4	17,9
Importaciones del Brasil (3)	67,5	122,9	189,7
Tejidos e hilados de algodón	9,7	21,4	75,2
Maderas	12,3	26,6	44,8
Café	8,8	12,0	14,4
Otros productos	36,7	62,9	55,3
Saldo	8,4	- 39,5	- 88,0

(1) Cifras provisionales. (2) Valores FOB; incluye gastos de embarque no considerados por la estadística nacional. (3) Estas cifras no concuerdan con las que se dan en el cuadro de balance de pagos debido a que en la cuenta del convenio se computa sólo el valor FOB de las exportaciones brasileñas a la Argentina.

El considerable crecimiento que muestra el valor de las importaciones brasileñas en la Argentina proviene, principalmente, de un aumento general y pronunciado de los precios y de un mayor volumen de diversos artículos. Entre ellos se destacan los tejidos de algodón, para cuya importación se otorgaron autorizaciones en exceso de las cantidades fijadas en el convenio, a fin de compensar la disminución de los envíos de otras proce-

dencias; crecieron además las compras de hilados de algodón, maderas y diversos productos de menor importancia. Las importaciones pasaron así de m\$n. 68 millones en 1940 a m\$n. 190 millones en 1942, en tanto que nuestras exportaciones sólo crecieron de m\$n. 76 millones en 1940 a m\$n. 102 millones en 1942. En éstas se nota también cierta diversificación: han aumentado sensiblemente los embarques de lana, cemento, frutas frescas y diversos artículos industriales.

En el primer año de aplicación, hasta julio de 1942, la cuenta de pagos dió un saldo a favor del Brasil de m\$n. 63 millones y en los seis meses siguientes m\$n. 22 millones, o sea m\$n. 85 millones desde que se inició la aplicación del acuerdo hasta el 31 de diciembre de 1942. De ese importe se ha pagado el equivalente de m\$n. 8,4 millones en dólares de libre disponibilidad o sea la parte del saldo que, de acuerdo con el convenio, debe transferirse anualmente en divisas de libre disposición.

Es objeto de especial consideración en estos momentos la forma de liquidar estos saldos a fin de resolver problemas — creados por la situación actual de emergencia — que son comunes a ambos países. Entre tanto, con el propósito de facilitar la adquisición en Brasil de algunos artículos de vital interés para nuestro país (maquinaria, hierro, etc.), el Banco Central ha concedido dólares de libre disposición para su pago, con carácter excepcional, cuando ello podía facilitar la obtención del permiso de exportación en aquel país.

6. CONVENIO CON ESPAÑA

En el año 1942, con la llegada de la misión comercial enviada para este fin, las autoridades argentinas y españolas consideraron en su conjunto la situación del intercambio entre ambos países con miras a facilitar a España la prosecución de sus compras en la Argentina de artículos que le son esenciales y de asegurar, a la vez que un régimen adecuado de pagos, la obtención de artículos que son para nosotros de marcada importancia.

Por entonces, y como resultado de convenios formalizados con anterioridad a la firma del nuevo acuerdo, España adeudaba a la Argentina m\$n. 83 millones. En esa suma estaban incluidos m\$n. 29 millones provenientes de la venta de trigo y carne convenida en abril de 1941, cuya amortización, a cargo de la Compa-

ñía Argentina de Electricidad, debe efectuarse en cuotas anuales de unos m\$n. 8 millones.

Con excepción de esta deuda, que por tener un régimen de amortización ya establecido fué excluida de las negociaciones, todas las demás se refundieron en una cuenta única. Además, se concedió a España un crédito adicional por aproximadamente m\$n. 100 millones ⁽⁵⁾. De acuerdo con el convenio, la amortización del crédito se efectúa en cuotas semestrales de m\$n. 10 millones, sin contar los intereses. En la cuenta de pagos abierta en el Banco Central se acredita a España el valor de los productos que nos envía ⁽⁶⁾ y el de las remesas familiares y transferencias financieras a favor de ese país, y se le debita, mientras haya fondos, el valor de los productos, no incluidos en el crédito adicional, que ella nos compra y el monto de las remesas financieras de España a la Argentina. Si el saldo de la cuenta al finalizar el semestre no alcanza a la cuota fijada, el Gobierno español debe obtener, por negociación de divisas o en otra forma, los pesos necesarios para integrarla.

Ya se ha exportado una parte del trigo incluido en la negociación y al finalizar el año 1942 la situación de conjunto era la siguiente:

	Cifras aproximadas en millones de m\$n.
Deudas por convenios anteriores	83
Más: parte utilizada del crédito adicional	25
Menos: importaciones de productos españoles y cuota abonada por la CADE el 31/12/42	13
Saldo deudor al 31/12/42	95

Del crédito adicional quedaban pues por utilizar unos m\$n. 75 millones. Conviene a este respecto señalar que el convenio incluye una cláusula por la cual pueden suspenderse las exportaciones de trigo en el caso de que los envíos de material siderúrgico español no sigan el ritmo estipulado.

7. OPERACIONES DE CAMBIO

Tipos de cambio. A raíz de la supresión de las últimas restricciones de cambio que afectaban a un reducidísimo número

(5) Equivalente de 1 millón de toneladas de trigo y 3.000 toneladas de tabaco. (6) Entre los compromisos que asumió España se ha incluido expresamente la entrega de 30.000 toneladas de material siderúrgico, la construcción de dos buques mercantes y uno de guerra y los fletes por el transporte de combustibles líquidos en buques españoles con destino a nuestro país, cuyo importe servirá también para amortizar la deuda.

de artículos no esenciales, las importaciones se realizan hoy sin trabas de cambio por los distintos mercados, en la siguiente proporción según las cifras del año 1942: sobre la base de m\$n. 15 por £, 55%; de m\$n. 17 por £, 37%; por intermedio de la Corporación para la Promoción del Intercambio, 6%, y por licitaciones, 2%.

El régimen de licitaciones de cambio ha perdido toda importancia y en la práctica el tipo de cambio respectivo ha permanecido sin variaciones. Tampoco han fluctuado durante el año los demás tipos del mercado oficial.

El mercado libre se desenvolvió en condiciones similares a las del año anterior. No obstante el considerable superávit arrojado por este mercado, el Banco Central no tuvo necesidad de intervenir para absorber los excedentes, pues muchas firmas que podían adquirir divisas en el mercado oficial prefirieron hacerlo en el libre, para beneficiarse con tipos más favorables. La cotización del dólar en el mercado libre osciló alrededor del tipo vendedor oficial de m\$n. 422 por 100 dólares, habiendo tocado como puntos extremos los de m\$n. 419 y m\$n. 426 los 100 dólares.

Corporación para la Promoción del Intercambio. Las operaciones de cambio efectuadas por esta organización arrojaron excedentes aún mayores que en 1941, como puede verse en el cuadro.

Compras y ventas de cambio por intermedio de la Corporación para la Promoción del Intercambio

(En millones de m\$n al tipo comprador oficial)

Rubros	1941	1942
Compras	145	252
Ventas	32	32
Saldo	113	220

Las dificultades originadas por la situación actual — escasez de medios de transporte y control de las importaciones en muchos países consumidores — han sido obstáculo para el cumplimiento de los fines para los cuales fué creada. Por eso la Corporación ha concentrado ahora su esfuerzo en la realización de estudios sobre las posibilidades de nuevos mercados y en investigaciones de carácter industrial, todo ello con vista a las actividades a desarrollar en el futuro.

Arreglo con el Banco de la República del Paraguay. En virtud del arreglo con el Banco de la República del Paraguay, de cuyos detalles se informó en la Memoria correspondiente a 1940, el Banco Central adquirió, durante 1942, libras esterlinas correspondientes a exportaciones de productos paraguayos al Reino Unido por un equivalente de m\$n. 20,2 millones, de los cuales m\$n. 13,2 millones se compraron a exportadores y m\$n. 7 millones al Banco de la República del Paraguay.

Con el objeto de llevar un mejor control, desde el 18 de diciembre de 1942 la compra de estas libras sólo puede realizarse mediante la autorización previa del Banco Central.

Arreglos con bancos centrales de naciones neutrales de Europa. En épocas normales el Banco Central adquiría, mediante operaciones de arbitraje que realizaba principalmente en las plazas de Londres y Nueva York, las divisas necesarias para efectuar los pagos en cualquier moneda de libre transferencia. Como resultado de la guerra ya no pudieron llevarse a cabo esos arbitrajes y fué necesario buscar un procedimiento que nos permitiera efectuar sin dificultad los pagos en las monedas de los países europeos con los cuales aún es posible mantener intercambio comercial. A tal efecto se hicieron arreglos con los bancos centrales de Suiza, Portugal y Suecia.

Operaciones de oro. En cumplimiento de disposiciones de su Carta Orgánica, que establece la proporción máxima de divisas que el Banco Central podrá tener sin transformarlas en metálico, el Banco ha convertido a oro la mayor cantidad posible del incremento operado en las existencias de divisas.

Las adquisiciones más importantes se efectuaron en Estados Unidos, y como resultado de ello las existencias de oro en custodia a nuestra disposición en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York aumentaron en 1942 en un equivalente de m\$n. 416 millones.

También se efectuaron compras de oro en el país, que alcanzaron un equivalente de m\$n. 4,6 millones. Si se suman las compras realizadas en 1942, el total de metálico disponible, incluso el recibido de la ex Caja de Conversión, llega a un equivalente de m\$n. 1.997 millones.

8. EL CONTROL DE LOS FONDOS EXTRANJEROS

Motivos que provocaron el régimen de control de las transferencias al exterior. Poco después de iniciarse la guerra, según se ha tenido oportunidad de explicar en memorias anteriores, el país se vió obligado a implantar un sistema de control de los movimientos de fondos con el exterior.

Fueron dos los objetivos fundamentales perseguidos por el control en sus primeros tiempos. Por una parte, impedir un drenaje de divisas en momentos en que el problema derivado de las exportaciones de oro para hacer frente al déficit de las cuentas internacionales se agravaba al interrumpirse el intercambio con algunos países europeos. Por otra, evitar "las complicaciones que podrían surgir" y "resguardar los legítimos intereses comprometidos", a raíz de la situación anormal que se creó a los países ocupados o invadidos.

El sistema de fiscalización fué luego objeto de sucesivos ajustes y adquirió carácter más general en septiembre de 1941 al resolverse considerar todas las cuentas que los bancos del país mantenían en sus correspondientes del continente europeo, China y Japón, como cuentas de compensación, y hacerse extensivas así a todas ellas las medidas de control.

En el mismo mes citado, un decreto del Poder Ejecutivo se propone evitar que la plaza de Buenos Aires pueda utilizarse como intermediaria en operaciones entre otros países sin autorización del Banco Central, porque ello podría acarrear innecesarias complicaciones para el país, sin que la realización de esas operaciones le aportara ventaja alguna.

La experiencia recogida y la extensión del conflicto producida con la entrada de Estados Unidos en la guerra han traído en 1942 nuevas e importantes modificaciones. Se ha hecho un reordenamiento total de las disposiciones adoptadas en el transcurso de los años anteriores con fines de mayor claridad y eficacia. Y se han ajustado las normas vigentes a la nueva finalidad que señalan los decretos del Poder Ejecutivo de enero y junio de 1942: la de evitar toda transacción que "en cualquier forma pueda lesionar o resulte inconveniente para nuestros intereses, los de la solidaridad o seguridad continental".

La tarea de fiscalización, necesariamente molesta y complicada, se ha facilitado en cierta medida por haberse dispuesto como norma general que las operaciones que no se vinculen con

importaciones o exportaciones deben realizarse por las cuentas en pesos. Han quedado así totalmente suspendidas las transferencias en divisas libres con naciones que no forman parte del continente, y, fuera del caso de Suiza, Suecia y Portugal, no pueden realizarse otras operaciones en moneda extranjera que las previstas en los convenios de compensación vigentes ⁽⁷⁾ salvo casos excepcionales, plenamente justificados, que requieren la autorización expresa del Banco Central.

Estas excepciones para Suiza, Suecia y Portugal se explican por tratarse de países neutrales con los cuales se sigue manteniendo una corriente comercial regular y porque sus monedas continúan incluidas en el grupo de las divisas libres; por otra parte, no afectan en esencia el sistema, pues las operaciones de cambio deben realizarse en la moneda de cada uno de esos países (y no en otra divisa libre), sujetas al control necesario para asegurar que en ninguna circunstancia puedan efectuarse, a través de ellas, transferencias a otras naciones situadas fuera del continente americano.

Con el objeto de controlar mejor el sistema y de simplificarlo en todo lo posible, el Banco Central ha sido autorizado a requerir declaraciones juradas para establecer la índole de cualquier transacción; a solicitar la transferencia a los bancos de cuentas de titulares en el exterior que otras firmas de plaza tengan abiertas en sus libros; a exigir se declaren los títulos y valores que ingresan al país, y se obtenga permiso para negociarlos o volverlos a exportar. En virtud de estas mismas facultades se han establecido limitaciones en la negociación en plaza de billetes de dólares.

La fiscalización de los movimientos internos. Para hacer más efectivo el control de las transferencias al exterior, los decretos de enero de 1942 dispusieron extender la fiscalización a los movimientos internos de fondos de las empresas o firmas vinculadas, por sus actividades, a países no americanos. Estas nuevas medidas están destinadas a evitar "la acción perturbadora de factores extraños" a fin de que las firmas o empresas establecidas en el país, especialmente las manejadas por extranjeros o desde el extranjero, puedan desarrollar sus actividades sin trabas y en un todo de acuerdo con las instituciones del país.

(7) Sólo los convenios con Gran Bretaña y España prevén la realización de operaciones no vinculadas al intercambio de mercaderías.

Al dar cuenta de esas disposiciones, el señor Ministro de Hacienda señalaba, en el comunicado por el cual dió a conocer el objeto y alcance del nuevo control, que éste consistía en observar si las firmas referidas “se limitan estrictamente a cumplir sus legítimos propósitos comerciales dentro del más absoluto respeto a las leyes y disposiciones vigentes y a las instituciones del país”. Agregaba el señor Ministro en el mismo comunicado: “Es justo reconocer cuánto debe nuestro desarrollo económico a la sana cooperación de esas actividades. Y es por ello muy lamentable que algunas firmas o empresas se hayan desviado de esa recta tradición por el juego de factores extraños e inspiraciones ajenas a su finalidad comercial. Ello ha hecho indispensable fiscalizar su movimiento financiero, no sólo exterior sino interno, pues ambos están estrechamente vinculados. Las firmas o empresas que cumplan lealmente con las disposiciones relativas a movimientos de fondos con el exterior y que se ocupen solamente de sus transacciones legítimas, con exclusión de cualquier otro propósito o finalidad, no tendrán razón alguna para sentirse molestas o afectadas en el ejercicio de esta fiscalización”.

En la práctica este control se ha limitado a aquellas firmas o empresas en las cuales existían motivos para suponer que podían haber gravitado factores extraños. Para cumplir con la parte del control que tiene a su cargo, el Banco Central ha requerido en los casos de dichas firmas o empresas la presentación de una declaración jurada que contiene el compromiso de no ejecutar órdenes del exterior sin previa consulta y de abstenerse de realizar cualquier operación que no esté encuadrada en sus finalidades estrictamente comerciales.

Cuando el Banco Central, con los elementos de que dispone, observa hechos que de acuerdo con las normas establecidas por el Poder Ejecutivo deben evitarse o reprimirse, los lleva a conocimiento del Ministerio de Hacienda de la Nación a fin de que se puedan adoptar, por intermedio de las reparticiones respectivas, las providencias que correspondan.

La Conferencia de Bancos Centrales de Washington. De acuerdo con lo previsto en la Recomendación VI de la Reunión de Cancilleres realizada en Río de Janeiro en enero de 1942, el 30 de junio se iniciaron en Washington las deliberaciones de la Conferencia de Delegados de Bancos Centrales.

Resuelta por el Poder Ejecutivo Nacional la concurrencia del país a la Conferencia de Washington, el Banco Central designó delegados que colaboraron en el estudio de los problemas relativos al control económico y financiero, conforme a las instrucciones impartidas por el Gobierno Nacional. Se aprobaron en esa Conferencia ocho recomendaciones que tienden a uniformar el procedimiento a implantarse en los países de este continente para fiscalizar todos los movimientos de fondos y valores con naciones situadas fuera del hemisferio occidental. Esas recomendaciones vienen a precisar las distintas cuestiones comprendidas en la Recomendación V de Río de Janeiro, aprobada por la Delegación Argentina, como se hizo público oportunamente, con la reserva de que el control de las actividades externas e internas de las firmas o empresas que puedan afectar en una u otra forma el bienestar de las repúblicas de este continente o la solidaridad o defensa continental se extenderá a las firmas o empresas manejadas o controladas por extranjeros o desde países beligerantes que no forman parte del continente americano.

III. REGIMEN DE IMPORTACION DE ARTICULOS ESENCIALES PROVENIENTES DE ESTADOS UNIDOS

I. EL PROCEDIMIENTO ADMINISTRATIVO

1. IMPLANTACIÓN DEL CERTIFICADO DE NECESIDAD

Apenas eliminado el permiso de cambio para importaciones por haber desaparecido los factores que motivaron su implantación, y desarticulada gran parte de la correspondiente organización administrativa, las circunstancias llevaron a tener que utilizar los elementos restantes de aquel sistema que habían sido transferidos al Banco Central en julio de 1941, con el fin de aplicar un nuevo régimen de permisos, que en este caso no fué impuesto por la escasez de divisas sino por las dificultades para obtener en el exterior los productos que necesitaba el país.

Estos permisos se denominan certificados de necesidad. Tan pronto como el gobierno de Estados Unidos prescribió su empleo para gestionar en los organismos pertinentes de ese país el suministro de artículos esenciales, el Poder Ejecutivo Nacional encomendó al Banco Central la tarea de otorgarlos a los importadores e industriales que necesiten realizar las importaciones respectivas.

Así como los anteriores permisos de cambio se concedían siguiendo las normas y disposiciones dictadas por el Gobierno Nacional, para el otorgamiento de los certificados de necesidad el Banco Central procede también de acuerdo con las directivas trazadas por el Poder Ejecutivo, mediante resoluciones conjuntas de los Ministerios de Hacienda y Agricultura. El Banco actúa, pues, como agente de aplicación de tales disposiciones.

2. DIFICULTADES EN LA APLICACIÓN DEL RÉGIMEN DE CERTIFICADOS

El certificado de necesidad prescripto por las autoridades norteamericanas — como se ha dicho — para iniciar los trámites tendientes a obtener licencias de exportación, comenzó aplicándose a un reducido número de artículos críticos, para los cuales el Gobierno de Estados Unidos estableció cuotas de exportación. Pero recientemente la práctica ha aconsejado extender el régimen a todas las exportaciones de aquel país, a fin de lograr una mejor coordinación entre sus disponibilidades de artículos exportables, la capacidad de bodegas para el transporte y la graduación de las necesidades a que esos artículos o materiales corresponden en los distintos países importadores. Al mismo tiempo el Gobierno de Estados Unidos tomó medidas para mejorar el régimen administrativo implantado en esta materia, el cual, como es natural tratándose de un vasto y complejo mecanismo de control, no pudo funcionar en los primeros tiempos con la eficacia deseable. Así, buena parte de los certificados de necesidad otorgados por el Banco Central no lograron éxito en el trámite de licencias de exportación. En cambio, muchas licencias de exportación otorgadas antes de establecerse el régimen de certificados, continuaron posteriormente en vigencia; llegaron de ese modo a nuestro país cantidades apreciables de mercaderías destinadas a importadores que no habían recibido previamente certificados de necesidad. Como esas licencias se imputaron a las cuotas de exportación establecidas por el gobierno norteamericano, resultó después que algunas cuotas se agotaron antes de hacerse efectivo el cumplimiento de los certificados emitidos contra ellas. Por otra parte, las crecientes necesidades bélicas no permitieron a Estados Unidos cumplir íntegramente las cuotas de exportación que había fijado al principio. Finalmente, otro factor que afectó la eficiencia de los certificados fué la dificultad para transportar las mercaderías hasta los puertos del Golfo de México, donde se cargan los buques de la Flota Mercante del Estado.

3. EL NUEVO RÉGIMEN DE PERMISOS DE EXPORTACIÓN EN ESTADOS UNIDOS

El régimen recientemente establecido, de acuerdo con el cual se ha comenzado en el año 1943 a emitir certificados de necesidad en nuestro país, se propone corregir las deficiencias anotadas.

Según este régimen, la Junta de Producción Bélica (War Production Board) fija las cuotas de exportación de Estados Unidos a las demás repúblicas americanas para los artículos de aprovisionamiento crítico, después de considerar las distintas necesidades que deben satisfacerse y dando preferencia, como es lógico, a todo lo que esté vinculado con el esfuerzo de guerra. Dichas cuotas no constituyen un compromiso de exportación por parte de aquel país, sino que representan las cantidades que, de acuerdo con sus programas de producción, considera posible destinar a esas naciones.

La administración de tales cuotas corre a cargo de la Junta de Guerra Económica (Board of Economic Warfare), organismo ante el cual deben presentarse los certificados de necesidad para obtener las licencias de exportación. Estos documentos autorizan, en principio, la fabricación y salida de los productos desde los Estados Unidos; pero deben complementarse posteriormente con los permisos que otorga la Administración Marítima de Guerra (War Shipping Administration), para el transporte interno y embarque de los materiales, según el plan de distribución de bodegas preparado al efecto.

Con el propósito de descentralizar las tareas de la Junta de Guerra Económica, el Gobierno de Estados Unidos ha resuelto establecer en diversos países americanos, con asiento en sus Embajadas, delegaciones de dicha Junta, las cuales vendrán en definitiva a realizar en el país de destino de las mercaderías parte de las tareas que hasta ahora efectuaba la Junta de Guerra Económica en Washington en lo que concierne al trámite de los certificados que otorguen los organismos emisores de los países respectivos.

Este régimen, como se ha explicado, concierne a los artículos de aprovisionamiento crítico en los Estados Unidos. Para su importación en la Argentina, el Banco Central concede certificados de necesidad dentro de las cuotas de exportación establecidas por ese país. En cuanto al resto de los artículos esenciales que precisamos importar, aun cuando no están sujetos a cuotas de exportación por no ser de aprovisionamiento crítico, se ha hecho necesario que nuestro Gobierno establezca cupos de embarque a fin de utilizar racionalmente las escasas bodegas y distribuya también estos cupos mediante certificados de necesidad. Este documento ha llegado así a extenderse a todas las importaciones provenientes de Estados Unidos.

4. CRITERIO PARA EL REPARTO DE LAS CUOTAS

Como las cuotas de exportación o los cupos de embarque son en general inferiores a los requerimientos del país, no es posible dar a los interesados todas las cantidades que solicitan, sino lo que pueda corresponderles en una distribución equitativa. El criterio establecido a tal efecto por la resolución conjunta de los Ministerios de Hacienda y Agricultura de la Nación es repartir las cuotas proporcionalmente a lo que cada firma ha importado o consumido en un período representativo ⁽¹⁾, y teniendo debidamente en cuenta las existencias en su poder, en forma tal que se adjudiquen mayores cantidades a las que tienen menores existencias. Esta norma general de distribución admite también algunas excepciones para considerar casos especiales que el Banco Central, a fin de no irrogar perjuicios al comercio por la demora del trámite, tiene facultad de resolver, dando cuenta de las decisiones que ha debido tomar a los Ministerios respectivos. Todas las firmas que han importado o consumido en el período representativo o básico pueden obtener certificados de necesidad en el Banco Central, pero el Gobierno de Estados Unidos se reserva el derecho de no hacer lugar al trámite respectivo de licencias de exportación de acuerdo con las normas de emergencia que rigen el comercio entre sus nacionales y los países extranjeros.

5. PUBLICIDAD DE LOS CERTIFICADOS EMITIDOS

Organizada la aplicación del sistema, el Banco Central tiene el propósito de dar la más amplia información acerca de la forma en que desempeña sus tareas como agente distribuidor de los certificados de necesidad. Para ello se propone explicar, cada vez que se reparta una cuota, el criterio general que se ha seguido para la distribución, y publicar los casos especiales que se han considerado y la nómina de las firmas participantes con sus respectivas cantidades. El Banco Central estima que la publicación de estas informaciones es de interés general en un régimen de cuotas, no sólo a fin de proporcionar a la opinión

(1) En general se ha considerado como período representativo el año 1940. Para ciertos artículos de importación reciente o cuyo consumo aumentó sensiblemente desde la guerra, resultó más adecuado tomar como base alguno de los dos últimos años o bien un promedio de dos años dentro del período 1940-1942.

pública los elementos de juicio indispensables para apreciar la forma en que se cumplen las disposiciones gubernativas, sino también para ofrecer a los interesados y al público en general la oportunidad de formular reparos o sugerencias que ayuden a perfeccionar el funcionamiento del sistema.

II. EL SUMINISTRO DE ARTICULOS ESENCIALES Y SUS PERSPECTIVAS

1. FACTORES QUE LO CONDICIONAN

El aprovisionamiento por parte de Estados Unidos de artículos indispensables para poder seguir manteniendo la actividad económica del país durante el año 1943, depende principalmente de las cantidades que los organismos respectivos de ese país nos suministren dentro de su régimen de control de exportaciones que acaba de explicarse y de la utilización racional de las escasas bodegas disponibles.

En los estudios en que colaboró el Banco Central a fin de lograr una mejor utilización de las bodegas disponibles y establecer el plan para el otorgamiento de los certificados de necesidad, de acuerdo con las cuotas de exportación o los cupos de embarque mencionados en otro lugar, se llegó a la conclusión de que los buques de la Flota Mercante del Estado alcanzarían para traer al país una cantidad de materias esenciales que, junto con los embarques británicos y de otros orígenes, las existencias actuales y la producción nacional, permitirían mantener el movimiento de los sectores más importantes de la industria durante 1943. Esto, no obstante que las bodegas que la Flota Mercante tiene afectadas al tráfico con Estados Unidos, equivalentes a una capacidad de carga de aproximadamente 450.000 toneladas anuales en cada sentido, no alcanzan a la mitad de las disponibles en los años 1940 y 1941. Esa capacidad de bodegas permitiría traer en 1943 las 300.000 toneladas en que, según se verá en seguida, se estiman los materiales esenciales que debemos importar de Estados Unidos junto con 150.000 toneladas de carbón.

Por lo mismo que estas bodegas sólo llegan a satisfacer necesidades mínimas para el mantenimiento de la actividad interna, el aumento de la importación de algunos de los artículos incluidos en dichas cifras, según el detalle del cuadro de la página 57,

no podría hacerse sino a expensas de otros artículos esenciales. Así sucedería si por dificultades insuperables en el uso de sustitutos nacionales hubiera que traer de Estados Unidos carbón mineral en mayor cantidad que la prevista, o debiera destinarse alguno de los buques afectados al tráfico con ese país para importar yute de la India, en la medida en que el serio problema planteado por la falta de este producto no se resolviera con otras disposiciones.

2. EVOLUCIÓN DE LOS ABÁSTECIMIENTOS EN 1942 Y PREVISIONES PARA 1943

Por haber aumentado las dificultades de aprovisionamiento en el exterior a causa de la intervención directa de Estados Unidos en la guerra, y por la escasez de medios de transporte, las importaciones de artículos esenciales de ese país experimentaron en 1942 una sensible reducción. Los efectos de esta restricción se atenuaron en parte con las importaciones del Reino Unido y el aumento del intercambio con Suecia, que contribuyeron a evitar las dificultades que se hubieran presentado para el aprovisionamiento de algunos productos indispensables. Sin embargo, en cierto momento hubo gran preocupación por el abastecimiento de varios de ellos, cuya falta provocaría serios trastornos en determinadas actividades industriales.

En épocas normales la Argentina importaba aproximadamente 1.500.000 toneladas de artículos esenciales para el mantenimiento de su actividad industrial, excluidos los combustibles. Según las previsiones formuladas para 1943, sólo se podría contar con poco más de medio millón de toneladas de esos mismos productos, es decir alrededor de 30% de lo que importábamos en épocas normales.

Entre las importaciones de años normales y las que se prevén para 1943, existe pues una diferencia de aproximadamente 1.000.000 de toneladas, no obstante lo cual podrá mantenerse la actividad industrial si se realizan las importaciones previstas. Esto se explica por diversas razones. Primero, porque se han comprimido las necesidades de algunos de esos materiales esenciales como consecuencia del alza de los precios y de las medidas de racionamiento impuestas por las autoridades; luego, porque por obra de la acción privada la industria nacional, mediante el desarrollo de la producción de materias primas y la recuperación

de materiales críticos, ha logrado substituir alrededor de 400.000 toneladas que antes se importaban. Y por último, por la utilización intensiva de las existencias de que disponía el país al comenzar el año.

Materias esenciales para la actividad económica del país

Artículos	Importaciones			Estimación de las importaciones mínimas indispensables para 1943		
	Promedio 1938/1940	1941	1942	Total	De Estados Unidos (¹)	De otros países
(En miles de toneladas)						
<i>1. Principales artículos críticos y sujetos a cuotas en Estados Unidos . . .</i>	925,8	529,6	247,2	143,4	82,6	60,8
Hierro y acero	641,4	341,4	127,0	85,0	45,0	40,0
Hojalata	71,7	92,1	60,2	24,0	24,0	
Cobre y bronce	11,3	10,2	12,8	11,0	0,1	10,9
Estano	0,8	1,0	0,4	0,2	0,2	
Caucho y sus manufacturas	13,3	16,4	4,4	0,1	0,1	
Maquinarias y vehículos y sus accesorios	185,1	66,4	41,0	21,1	12,0	9,1
Arsénico	1,1	1,0	0,3	1,1	0,3	0,8
Formol	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	
Bicromatos y otros compuestos de cromo	0,7	1,0	1,0	0,8	0,8	
<i>2. Principales artículos que no son críticos en Estados Unidos</i>	278,7	275,2	227,9	228,5	110,2	118,1
Carbonato de sodio	31,3	27,4	22,6	40,0	20,0	20,0
Soda cáustica	21,1	15,1	33,3	30,0	15,0	15,0
Carburo de calcio	8,3	7,5	11,1	10,0	8,0	2,0
Material refractario	23,3	20,7	18,7	⁽²⁾ 10,4	8,3	2,1
Amianto	2,8	5,0	6,1	8,0	⁽²⁾ 6,0	2,0
Pasta de madera para la fabricación de papel y cartón	39,9	40,0	42,2	40,0		40,0
Pasta de madera para la fabricación de hilados de rayón	1,2	3,9	3,8	3,9	3,9	
Pez de resina	12,0	15,4	12,5	11,0	10,0	1,0
Cloruro de calcio	5,7	5,4	1,8	3,0	3,0	
Papel para diarios	133,1	134,8	75,8	72,0	⁽²⁾ 30,0	36,0
<i>3. Otros artículos</i>	289,4	282,9	218,0	147,4	115,8	81,8
Total	1.487,7	1.067,7	693,1	519,1	308,6	210,5

(¹) Sobre la base de las probables cuotas de exportación y los cupos de embarque. (²) Sólo se refiere a los materiales de tipos especiales que deben importarse. (²) Artículos de origen canadiense en tránsito por Estados Unidos.

En lo que concierne a los combustibles, como ya se señaló en el capítulo primero, la reducción considerable del tonelaje importado ha podido suplirse mediante la utilización intensa de combustibles nacionales y de sus sucedáneos.

3. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN DE ALGUNAS MATERIAS ESENCIALES

Es oportuno considerar la situación de algunos artículos esenciales que han sido motivo de estudio detenido por parte del Banco Central, en colaboración con los organismos competentes, a fin de otorgar los certificados de necesidad. Las observaciones recogidas en cada caso permitieron suministrar al Poder Ejecutivo diversas informaciones y elementos de juicio para considerar la aplicación de medidas de racionamiento.

Hierro y acero. El consumo del país en materiales de hierro y acero excedía en épocas normales de 600.000 toneladas, que en su casi totalidad eran importadas. Las dificultades para obtener esos materiales en el exterior determinaron un alza de los precios que, unida a la aplicación de la primera etapa del plan de racionamiento dispuesto por el Poder Ejecutivo, provocó una reducción de las necesidades por la creciente utilización de materiales de reemplazo. Por esas razones las necesidades en 1943 se estiman en unas 300.000 toneladas. Para cubrir esa demanda el país dispondría sólo de 85.000 toneladas de importación, cuyo aprovisionamiento no es seguro, como ya pudo comprobarse al cancelar Estados Unidos la cuota de 15.000 toneladas que nos había asignado para el primer trimestre de 1943. El resto tendrá que cubrirse necesariamente con la producción nacional y la utilización de existencias que haya en el país.

La iniciativa privada ha realizado ya esfuerzos para ampliar la producción local de materiales de fundición y laminación; con las plantas que entrarán en funcionamiento en 1943 podrá llegar a producir 70.000 toneladas, es decir, la cuarta parte de la cifra en que se han calculado las necesidades de ese año. La materia prima para esta producción consiste principalmente en hierro viejo, cuyas existencias en el país son suficientes para atender los requerimientos de la industria en un tiempo razonable.

Quedarían por cubrir, con las existencias de hierro y acero en poder del comercio y la industria, unas 145.000 toneladas. Según informaciones de carácter comercial, las existencias de plaza superan esa cifra.

De lo que se acaba de decir con respecto a las posibilidades de abastecimiento, podría inferirse que la situación en materia de hierro y acero durante 1943 no parece justificar preocupaciones inmediatas. Ello es cierto si se considera el volumen disponi-

ble en conjunto, pero no lo es con referencia a los artículos en particular. En efecto, hay marcada escasez en cables de acero ⁽¹⁾, aceros especiales y rápidos para herramientas, tornos y matrices; caños negros y galvanizados sin costura para explotaciones petrolíferas y mineras y para calderas; hierro redondo de medidas finas para la industria de la construcción, y algunos tipos de materiales para ferrocarriles y tranvías. Y si no se recibieran en tiempo oportuno cantidades adicionales de Estados Unidos, se crearían situaciones difíciles. Es de esperar por ello que tengan éxito las gestiones que se realizan ante el Gobierno de Estados Unidos para obtener el envío de esos materiales a la Argentina.

El hecho de que el país, para mantener su actividad, deba apelar en proporción creciente al consumo de existencias que no le es posible reponer hace pensar que será difícil sustraerse a la necesidad de más severas medidas de racionamiento.

Hojalata. El país recibió 60.000 toneladas de hojalata en 1942, es decir poco más de los dos tercios de las cantidades que consumía habitualmente; pero las necesidades del mercado interno debieron satisfacerse prácticamente con las existencias acumuladas de años anteriores, pues la casi totalidad del producto importado vino consignada a los frigoríficos para envasar los productos que exportan a Inglaterra y Estados Unidos. Para 1943 se calcula que llegarán 24.000 toneladas y es presumible que esas cantidades, y las que se importen mientras dure la guerra, vendrán destinadas a tales establecimientos. Por consiguiente, las necesidades del mercado interno tendrán que satisfacerse casi íntegramente con envases de otros materiales, principalmente vidrio y cartón. El problema del envasamiento de artículos comestibles podrá ser resuelto en gran medida, con esos sustitutos, mientras no carezca el país de carbonato de sodio y pasta de madera, excepto en el caso de artículos envasados que deben tratarse en autoclave.

Las medidas de racionamiento dictadas oportunamente por el Gobierno hicieron que los fabricantes de envases destinaran las pequeñas cantidades recibidas a los usos más indispensables y que se iniciara, estimulada por el alza de los precios, la recuperación en gran escala de envases usados para productos no comestibles.

(1) Para explotaciones petrolíferas y mineras, marina mercante, grúas y repuestos de ascensores.

Cobre, bronce y sus manufacturas. Nuestros requerimientos de importación en los productos manufacturados con cobre o bronce son actualmente reducidos desde que la industria nacional, utilizando cobre en lingotes o barras originario de Chile, que llega al país sin entorpecimientos, se ha puesto a elaborar artículos que antes del conflicto se traían del exterior. Con todo, no ha sido posible resolver aún ciertos problemas técnicos que plantea la fabricación de algunos productos muy especializados, como por ejemplo el alambre esmaltado y el desnudo de diámetro reducido — de gran importancia para la fabricación y reacondicionamiento de motores eléctricos y los cables de alta tensión indispensables para la extensión de las redes eléctricas — cuyo volumen en conjunto puede estimarse en 2.000 toneladas; para ello se depende aún de la importación. A juzgar por la cuota que Estados Unidos ha otorgado para el primer trimestre de 1943, es casi seguro que no podrán cubrirse esos requerimientos y que se presentarán algunas dificultades si entre tanto no se resuelven localmente los problemas que plantea la fabricación de esos productos.

Carbonato de sodio. El reemplazo de envases de hojalata por envases de vidrio con motivo de la escasez de aquélla, a la vez que aumentó las necesidades de importación del carbonato de sodio empleado en su fabricación, acentuó el carácter esencial de esta materia prima, cuya sustitución con sucedáneos nacionales no ha sido posible efectuar hasta ahora en forma satisfactoria. De aproximadamente 30.000 toneladas anuales que importábamos para satisfacer nuestras necesidades al estallar la guerra, los requerimientos pasarán en 1943 a 40.000 toneladas, que necesariamente deben importarse de Estados Unidos y Gran Bretaña.

De realizarse estas importaciones, como cabe esperar, la industria del vidrio, principal consumidora de carbonato de sodio, en virtud del esfuerzo que ha realizado en 1942 para ampliar su planta de producción y perfeccionar los procedimientos fabriles, podrá satisfacer la cuantiosa demanda de envases que necesitará el país. La importancia de los requerimientos de envases puede apreciarse con la sola mención de los 45 millones de botellas que deberá producir para la sustitución total de la hojalata en el envasamiento del aceite. Se está en condiciones para ello, y como por otra parte se ha dispuesto la fabricación de envases en forma tal que pueda reducirse al mínimo la cantidad de vi-

drio por unidad, se dará empleo eficiente a los abastecimientos de carbonato de sodio.

Soda cáustica. El consumo de soda cáustica por las fábricas de jabón, celulosa, hilados, tejidos y productos químicos y por las refinerías de petróleo alcanzará presumiblemente, en 1943, a 40.000 toneladas por la mayor actividad de esas industrias. La producción nacional, cuyo desarrollo es reciente, sólo cubre alrededor del 30% de ese total y el resto debe importarse de Gran Bretaña y Estados Unidos. En 1942 hubo ciertas preocupaciones por estos abastecimientos cuando se interrumpieron transitoriamente los embarques del Reino Unido en momentos en que las existencias en el país eran reducidas. Pero luego se reanudaron esas exportaciones y con ellas y las que se recibieron de los Estados Unidos se regularizó la situación. Con los embarques ya autorizados por el Gobierno de este país para 1943 y los que pueden estimarse razonablemente del Reino Unido, más la producción local y las existencias, se consideran satisfactorias las perspectivas de abastecimiento para 1943, siempre que no sobrevengan hechos inesperados.

Materiales refractarios. Son indispensables para las industrias metalúrgicas, del vidrio, cemento, cerámica, refinerías de petróleo y todas aquellas actividades que emplean hornos o calderas. Su consumo se ha elevado sensiblemente en los últimos tiempos como consecuencia de la expansión industrial del país y se estima actualmente en 60.000 toneladas. Pero, por otra parte, la industria nacional ha aumentado su producción y cubre el consumo de materiales comunes, que representan el 70% del total. Además, ya ha comenzado a producir en pequeña escala, con materias primas del país provenientes de yacimientos recientemente explotados, tipos especiales con un alto contenido de sílice y refractarios de cromo, esenciales estos últimos para los hornos metalúrgicos. Por lo demás, algunas industrias están utilizando mayores cantidades de refractarios nacionales aun a costa de una renovación más frecuente. Con todo, se considera que habrá que importar alrededor de 10.000 toneladas de refractarios de tipos especiales que no se producen en el país, cantidad que se espera poder recibir en su mayor parte de Estados Unidos.

Estaño. La extensión del conflicto bélico al Pacífico hizo sumamente crítico el aprovisionamiento de estaño, que se utiliza

principalmente en la elaboración de soldadura para envases y trabajos de plomería y en la fabricación de metal antifricción para cojinetes. Se importaba habitualmente de las posesiones británicas y holandesas en Asia, de donde se recibían 800 toneladas por año, que junto con otras tantas de producción nacional cubrían el consumo local.

Muy poco es lo que se puede esperar recibir del exterior en 1943, de manera que los requerimientos internos deberán ser atendidos en gran parte por la industria del país, cuya producción no puede expandirse por la falta de mineral, y con el metal que se recupere de los recortes de hojalata.

A pesar de que las necesidades se han reducido por la sustitución que se ha operado en ciertos rubros (soldadura, pomos y papel), será difícil evitar en 1943 la aplicación de mayores restricciones al consumo.

Celulosa y papel, excluido el de diarios. No obstante que la producción de pasta de madera y celulosa química se ha elevado en los últimos tres años de 25.000 a 55.000 toneladas anuales, la industria del papel debe aún importar 40.000 toneladas para mantener la producción en el alto nivel que alcanzó en 1942. En ese año los embarques llegados de Suecia permitieron cubrir ampliamente las necesidades y constituir existencias con las cuales la industria del papel podrá desenvolverse sin entorpecimientos hasta cerca de fines de año. La expansión que se ha operado en esta actividad desde 1939 y que ha llevado la producción de 120.000 a 150.000 toneladas — 75% del consumo actual — le permitió abastecer, junto con las abundantes importaciones de papel de Suecia, la demanda cada vez mayor que existe para este artículo, como consecuencia, en buena medida, de la sustitución que ha debido operarse en ciertos envases a raíz de la escasez de hojalata. El desenvolvimiento de la industria del papel podría verse afectado si le faltaran telas de bronce, repuesto esencial para las máquinas que producen papel y cartón y que debe importarse necesariamente de Estados Unidos.

Caucho. De las posesiones británicas y holandesas del Lejano Oriente importaba el país la mayor parte del caucho natural — poco menos de 10.000 toneladas — que elaboraba la industria local. El resto, en proporción creciente durante los últimos años, se traía del Brasil. La extensión del conflicto bélico nos privó de

aquellas fuentes de abastecimiento primero, y luego, al negociar Brasil, como otros países americanos, todo su excedente exportable con los Estados Unidos, se ha planteado al país un serio problema.

El racionamiento impuesto a la fabricación de neumáticos, que normalmente absorbía el 65% de la materia prima importada, y la prohibición de fabricar con caucho artículos no esenciales han permitido, junto con la importación y la producción de caucho regenerado, atender durante el año 1942 — en que las importaciones sólo llegaron a 3.100 toneladas — las necesidades mínimas.

Las perspectivas para 1943 son francamente desfavorables si no se logra realizar importaciones, y motivo de preocupación por la incidencia que la falta del caucho tendrá sobre la industria del transporte.

Otros artículos esenciales no sujetos a certificados. En el somero examen que acaba de hacerse, no se han considerado la importación de papel de diario y la de combustibles, que, por tener un régimen especial, no están sujetos al otorgamiento de certificados de necesidad.

IV. EL MERCADO DE VALORES

I. ALTERNATIVAS DEL MERCADO

Las fases cambiantes de la actividad bursátil en 1942 reflejan el juego de los factores extraordinarios que allí han intervenido, junto a los que caracterizan el desarrollo habitual de las operaciones de la Bolsa.

Los primeros meses fueron activos. Vuelven a los títulos las fuertes cantidades de dinero que, con motivo de la conversión, primero, y de las repercusiones provocadas por la entrada de los Estados Unidos en la guerra, después, tuvo que lanzar a la plaza el Banco Central en las últimas semanas de 1941, en apoyo de las cotizaciones. Luego, en el mes de abril, sobreviene un período de preocupaciones en que los fondos disponibles se desvían momentáneamente de la Bolsa. La interpretación que ciertos sectores dan a la situación monetaria y financiera y a sus perspectivas estimula su preferencia por inversiones de otro género. Pero esta situación dura apenas tres meses, a tal punto que en agosto el Tesoro Nacional puede emitir con éxito un empréstito de m\$n. 200 millones, no obstante tratarse esta vez de títulos gravados.

Evidentemente el público diversifica más sus inversiones, y la atracción de los inmuebles ⁽¹⁾ y las construcciones no impide

(1) Como se desprende del cuadro siguiente, las ventas de inmuebles en la Capital Federal y en la Provincia de Buenos Aires han sido muy importantes; en aquélla la cifra es la más alta que se registra.

(En millones de m\$n.)

Años	Venta de inmuebles	Hipotecas			Venta de inmuebles	Hipotecas		
		Otorgadas	Canceladas	Diferencia		Otorgadas	Canceladas	Diferencia
CAPITAL FEDERAL								
1939	339	151	103	- 12	305	185	78	87
1940	324	177	173	4	363	179	88	91
1941	375	241	191	50	379	179	114	65
1942	669	211	226	- 15	508	200	154	46
PROVINCIA DE BUENOS AIRES								

Es digno de notarse, asimismo, que esa expansión de las transacciones inmobiliarias no provoca un aumento correlativo de los préstamos hipotecarios. Por el contrario, en la Capital Federal las cancelaciones superan a los nuevos préstamos otorgados, y el exceso de éstos sobre aquéllas en la Provincia de Buenos Aires señala un descenso importante con respecto a años anteriores.

que una corriente considerable de fondos siga dirigiéndose a los valores nacionales. Así, el ambiente de la Bolsa vuelve a ser favorable a los títulos, y el Banco Central tiene una vez más que intervenir con nuevas ventas para evitar que el impulso del mercado los lleve a niveles exagerados, que podrían desalentar las inversiones en títulos en desmedro de las importantes colocaciones que debe efectuar el Tesoro Nacional.

El Banco no podía desconocer los distintos elementos que provocaban esta última situación. Había detrás de ese impulso la presión persistente de fondos que buscaban nuevamente su colocación en valores del Estado, pero había también factores especiales que tener en cuenta. La limitación en la emisión de las Letras de Tesorería y la intensa baja resultante en el interés de estos papeles venían forzando en efecto a los inversores a plazo corto e intermedio a adquirir títulos a largo plazo. Además de esto, el desarrollo del plan de conversiones llevó a aconsejar a provincias y municipalidades no salir al mercado con nuevos papeles exentos de impuesto y satisfacer sus necesidades con operaciones transitorias de financiación, en espera de la oportunidad favorable para realizar sus conversiones y nuevas emisiones.

Llegado el mes de octubre, sobrevienen condiciones propias para la prosecución de las operaciones de conversión que habían debido aplazarse por la situación del mercado antes señalada. Los precios de los valores nacionales mejoran y las conversiones pueden realizarse en condiciones muy satisfactorias. Más aún, el apoyo de los inversores a los nuevos papeles que se emiten simultáneamente con las conversiones da a éstos un respaldo firme que permite en seguida a los valores nacionales aflojar sus cotizaciones sin afectar las de aquellos papeles, y situarse nuevamente en el nivel que tenían antes de dichas operaciones. Se establece en esta forma una nueva paridad entre los títulos nacionales y los nuevos valores provinciales y municipales gravados con el impuesto a los réditos, y esta paridad se basa sobre un nivel razonable, sin que los títulos nacionales se dejen llevar por el ascenso de la cédula y la presión que se ejerce en ciertos sectores con abundantes cauciones bancarias ⁽²⁾.

El alza de la cédula hipotecaria obedece a hechos especiales que no se presentan en los títulos públicos. Es fácil compren-

(2) Este reajuste del mercado se opera en el mes de febrero de 1943, en que los títulos nacionales, después de haber tocado un máximo de 95,73 neto en diciembre, antes de la conversión, bajan nuevamente a un nivel algo menor de 94 (excluida la Serie A).

derlo si se examina lo que ocurre con ellas. Su circulación viene descendiendo desde el año 1939 ⁽³⁾. En 1942, no obstante los m\$n. 70 millones emitidos, las cédulas en circulación disminuyen en m\$n. 38 millones a causa de las amortizaciones y cancelaciones extraordinarias que se agregan a las de carácter ordinario. En un papel del arraigo y prestigio de la cédula, esta contracción, unida a la demanda persistente de inversores tradicionales, tenía necesariamente que motivar el ascenso de sus precios. Así, pues, la cédula, que se cotizaba no hace mucho tiempo casi al mismo nivel que los títulos nacionales, en la actualidad lleva una ventaja de varios puntos ⁽⁴⁾ al crédito argentino interno, sin que haya ocurrido ningún cambio intrínseco en la calidad de ambos papeles. Parecería tratarse, pues, de un hecho circunstancial que ya ha sucedido otras veces, y si bien no sería técnicamente difícil volver a equiparar uno y otro valor del Estado, el alza en los precios de los títulos haría descender su rendimiento y alejarse los inversores de las fuertes cantidades que debe colocar el Tesoro Nacional.

2. ABSORCIÓN DE VALORES POR EL MERCADO

Por estas consideraciones, tiene gran interés el seguir la absorción del mercado en los últimos tiempos mediante las cifras del siguiente cuadro:

Años	Público	Absorción neta de valores por el mercado		Total
		Reparticiones oficiales (³)	Bancos comerciales (⁴)	
<i>(Valor efectivo en millones de m\$n.)</i>				
1939	328	41	68	437
1940	138	42	38	142
1941	181	79	240	500
1942	273	72	154	499

(³) Incluidas las compras netas de títulos que realiza el Banco Central al invertir sus reservas. Excluidos los aportes del Gobierno Nacional a las Cajas de Jubilaciones a finanziarse con entrega de títulos. (⁴) Comprende compras para cartera propia y préstamos con caución.

En 1942, además de m\$n. 82 millones de colocaciones netas de valores privados, se colocaron en el mercado m\$n. 499 millones de fondos públicos e hipotecarios ⁽⁵⁾, o sea tanto como en 1941 y mucho más que en 1940.

(3) Si se elimina el aumento motivado por las primas de conversión. (4) 3,84 a fines de enero y 4,87 a fines de febrero. (5) Para poder apreciar el movimiento real de fondos en el mercado, todas las cifras sobre absorción de títulos que se mencionan en este capítulo representan el valor efectivo de las operaciones. Este se obtiene aplicando a los valores nominales negociados los precios medios registrados en Bolsa cuando no se poseen los valores reales de las transacciones.

Estas cifras son satisfactorias por su volumen, aunque no tanto por la forma en que se ha llegado a ello. En efecto, las colocaciones de valores en el público sólo alcanzaron a m\$n. 273 millones, cifra que, aunque más alta que las de los dos años precedentes, dista mucho de cumplir el propósito que se persigue por razones monetarias de lograr una activa participación del público inversor en las negociaciones de valores del Estado, a fin de reducir al mínimo la expansión del crédito.

Depósitos de ahorro y a plazo e inversiones en valores de los bancos comerciales

Años	Absorción de valores	Variación de los depósitos de ahorro y a plazo	(Valor efectivo en millones de m\$n.)	
1939	68	- 13		
1940	- 38	- 48		
1941	240	125		
1942	154	296		

En cambio, los bancos comerciales tomaron m\$n. 154 millones de valores en 1942, de los cuales m\$n. 97 millones corresponden a Letras de Tesorería nacionales y provinciales garantizadas. En 1941 la absorción de los bancos alcanzó a m\$n. 240 millones, exclusivamente en Bonos del Tesoro. Al adquirir esos valores, sin embargo, los bancos en cierto modo han estado colocando indirectamente ahorros del público, pues en 1942 los depósitos de ahorro y a plazo se acrecentaron en m\$n. 296 millones y en 1941 en m\$n. 125 millones. Por lo tanto la expansión provocada por las compras de valores viene a neutralizar la absorción de medio circulante originada por dichos depósitos. Nada habría, pues, que pudiera preocupar en la compra de valores por los bancos, si por otro lado no hubiesen aumentado los medios de pago por las compras de cosechas y por los ingresos de oro y divisas según se explicó en el capítulo primero.

En las cifras de colocaciones corresponde desde luego el lugar más importante al Tesoro Nacional, según puede verse en este otro cuadro:

Destino de los fondos tomados al mercado

Años	Tesoro Nacional (1)	Provincias y Municipalidades	Bancos hipotecarios	Total	(Valor efectivo en millones de m\$n.)	
1939	347	76	14	437		
1940	90	53	- 1	142		
1941	416	94	- 10	500		
1942	432	115	- 48	499		

(1) Incluye operaciones realizadas con cédulas hipotecarias adquiridas por el Tesoro Nacional con motivo de la Conversión.

3. COLOCACIÓN DE VALORES NACIONALES

La mayor parte de las colocaciones del Tesoro se hicieron, como de costumbre, mediante la negociación de títulos nacionales. El Tesoro, por intermedio del Banco Central, vendió m\$n. 398 millones y amortizó m\$n. 61 millones. Hubo, pues, una colocación neta de m\$n. 337 millones, según el cuadro siguiente, en que figuran además las operaciones de Letras de Tesorería, de Bonos del Tesoro y de otros valores públicos.

Colocaciones del Tesoro Nacional

Años	Títulos			Bonos	Letras (¹)	Otros valores (²)	Total (³)
	Negociación	Amortizaciones	Colocaciones netas				
(En millones de m\$n.)							
1939	326	28	298		49		347
1940	174	42	132		- 42		90
1941	174	68	106	248	97	- 35	416
1942	398	61	337	- 18	78	35	432

(¹) Incluye las Letras de Tesorería emitidas para anticipar fondos a Yacimientos Petrolíferos Fiscales y a la Municipalidad de la Capital. (²) Cédulas hipotecarias adquiridas por el Tesoro Nacional con motivo de la conversión. (³) Excluye las inversiones transitorias de Margen de Cambios.

Títulos a largo plazo. La colocación de títulos nacionales se hizo mediante el empréstito de m\$n. 200 millones emitido en el mes de agosto, según se ha dicho, y además por operaciones del Banco Central en la Bolsa y ventas directas de títulos en las reparticiones nacionales. El empréstito fué ofrecido por intermedio del Consorcio Colocador de Emisiones Nacionales Internas. Se trata de títulos de 4% de interés y 1% de amortización anual acumulativa, gravados con el impuesto a los réditos, o sea de características similares a las de los emitidos con motivo de la conversión. Los m\$n. 200 millones colocados corresponden a una emisión de m\$n. 300 millones, de los cuales, como es costumbre, se reservaron m\$n. 100 millones para la regulación del mercado y las mencionadas ventas a las reparticiones oficiales. Abierta la suscripción el 10 de agosto de 1942, debió cerrarse el mismo día por haber sobrepasado ampliamente el límite disponible las suscripciones recibidas, que sumaron m\$n. 252,3 millones distribuidos en la forma que puede verse en el cuadro de la página siguiente. Al efectuarse el prorrato, se atendieron íntegramente las suscripciones menores de m\$n. 20.000; para importes mayores, provenientes del público, se adjudicó el 80%, y sólo el 70% a los que efectuaron los miembros del Consorcio para su propia cartera.

El producto neto de esta emisión fué de m\$n. 186 millones. Si se agregan las ventas del Banco Central en plaza por cuenta del Tesoro — m\$n. 88 millones — y las efectuadas directamente a reparticiones nacionales, que en total adquirieron m\$n. 124 millones ⁽⁶⁾, las colocaciones totales del Gobierno Nacional durante el año 1942 llegan a los m\$n. 398 millones mencionados en el cuadro de la página anterior.

Entre las reparticiones oficiales, las que efectuaron mayores compras de títulos nacionales fueron la Flota Mercante del Estado, los Ferrocarriles del Estado y la Caja Nacional de Ahorro Postal.

Distribución de las suscripciones y las adjudicaciones del Crédito Argentino Interno 4 % 1942/83

Distribución	Total suscripto	A adjudicado		
		Para cartera propia	Para suscripciones del público	Total
<i>(Valores nominales en miles de m\$n.)</i>				
Bancos	177.282,3	52.654,2	89.081,8	141.736,0
Instituciones financieras ..	39.850,9	4.372,1	27.528,4	31.900,5
Mercados de títulos	35.168,3	16.700,8	9.662,7	26.363,5
Total	252.301,5	73.727,1	126.272,9	200.000,0

Letras de Tesorería. El incremento de la colocación de Letras de Tesorería alcanzó en el año a m\$n. 78 millones, con lo que su circulación ascendió a m\$n. 321 millones, de los cuales m\$n. 304 millones corresponden a las necesidades del Tesoro Nacional, y m\$n. 17 millones a Yacimientos Petrolíferos Fiscales. De este aumento de m\$n. 78 millones, m\$n. 62 millones correspondieron a los tres primeros meses del año, en que se alcanzó el límite máximo autorizado por la Ley de Presupuesto para la colocación de Letras.

La imposibilidad de atender por esa razón la creciente demanda del público influyó fuertemente en los tipos de interés, que bajaron a un nivel no alcanzado hasta entonces. Este descenso prosiguió en los últimos meses del año, no obstante que pudieron ofrecerse en ese momento importes adicionales de esos papeles en virtud de las nuevas autorizaciones para emitir concedidas por el Congreso. La Ley de Presupuesto de 1942 facultó, en efecto, al Poder Ejecutivo para hacer uso transitoriamente,

(6) Como por otra parte las reparticiones efectuaron en plaza ventas netas por m\$n. 52 millones de valores públicos e hipotecarios, su absorción quedó reducida a m\$n. 72 millones, según se indica en el cuadro de la página 67.

en forma de Letras de Tesorería, de las autorizaciones pendientes para emitir títulos nacionales.

Colocación de Letras de Tesorería por cuenta del Gobierno Nacional en 1942

Fecha de emisión de las Letras	Letras de Tesorería			Interés medio de las adjudicaciones, para plazos cercanos a:					Letras en circulación (1)
	Ofrecidas	Subscriptas	Adjudicadas	30 días	60 días	90 días	180 días	300 días	
1942	(En miles de m\$n.)								
Ene. 10	30.000	36.025	31.275	0,75	1,02	1,07	1,63	2,25	253.300
> 24	35.000	61.800	46.400	0,75	1,00	1,06	1,60	2,25	269.600
Feb. 10	27.000	34.700	29.350	0,75	0,99	1,05	1,61	2,25	281.000
> 25	40.000	39.325	39.075	0,75	0,95	1,04	1,60	2,24	289.325
Mar. 10	30.000	44.200	37.800	0,75		1,06	1,60	2,24	305.025
> 25	25.000	51.100	25.700			1,04	1,59	2,24	304.475
Abr. 10	26.000	40.525	27.000	0,70	0,90	1,00	1,53	2,24	305.525
> 25	28.000	37.700	30.600		0,88	0,99	1,48	2,24	309.550
May. 9	23.000	29.675	23.675	0,69	0,87	0,97	1,45	2,23	309.525
> 23	29.000	44.275	29.775	0,67	0,86	0,98	1,42	2,23	310.700
Jun. 10	30.000	37.200	30.000	0,66	0,85	0,95	1,40	2,23	310.900
> 25	31.000	37.000	30.850	0,65	0,84	0,94	1,39	2,23	310.400
Jul. 10	25.000	30.850	25.100			0,93	1,38	2,21	310.800
> 25	30.000	41.550	31.500		0,82	0,92	1,37	2,21	317.450
Ago. 10	35.000	37.100	34.900			0,91	1,37	2,21	324.775
> 25	20.000	23.350	20.950			0,91	1,35	2,20	323.475
Set. 10	20.000	28.525	20.175			0,89	1,33	2,20	323.250
> 25	30.000	34.100	30.150		0,76	0,88	1,32	2,20	326.000
Oct. 10	25.000	31.975	25.625		0,75	0,87	1,30	2,20	328.675
> 24	35.000	44.100	34.500		0,75	0,88	1,32	2,24	328.950
Nov. 10	30.000	37.800	30.600		0,75	0,88	1,32	2,27	334.300
> 25	20.000	28.150	20.350	0,60	0,75	0,87	1,31	2,27	335.050
Dic. 10	40.000	34.300	34.300	0,63	0,77	0,88	1,32	2,27	329.975
> 24	25.000	23.250	23.250		0,75	0,88	1,32	2,29	321.375

(1) Incluye las Letras colocadas fuera de licitación, y las que se emitieron para cubrir necesidades de fondos de Yacimientos Petrolíferos Fiscales y de la Municipalidad de la Capital. Excluye las inversiones transitorias de Margen de Cambios en Letras de Tesorería.

De acuerdo con las disposiciones de la Ley N° 12.808, la renta de las Letras que se emitieron a partir del 24 de octubre quedó sujeta al impuesto a los réditos. Este cambio no influyó apreciablemente en los tipos de interés a que se colocaron desde entonces para los plazos de hasta 300 días, pero provocó un encarecimiento de la tasa de un año, casi equivalente al monto del nuevo gravamen. Para evitar inconvenientes en las negociaciones, se modificó la forma de cotización de las Letras en Bolsa, que se efectúa ahora al tanto por ciento de su valor nominal, o sea de la misma manera que en los demás valores públicos. En el sistema de licitaciones no hubo modificación alguna.

Todo el aumento de m\$n. 78 millones operado en las Letras de Tesorería corresponde a las subscripciones de los bancos, según se desprende del cuadro de la siguiente página.

Es de lamentar, pues, que la saludable tendencia que se venía desarrollando anteriormente con la creciente intervención del público en estos papeles, se haya detenido, a causa, posiblemente, de la baja de los tipos de interés.

Absorción de Letras de Tesorería nacionales

Años	Bancos comerciales	Reparticiones oficiales	Público	Total
(En millones de m\$n.)				
1939	38	4	7	49
1940	- 51	- 4	13	- 42
1941	39	9	49	97
1942	78			78

Bonos del Tesoro. Como se recordará, en agosto de 1941 se emitieron m\$n. 250 millones de Bonos al 2 3/4% anual, divididos en cinco series con vencimientos que van de 1 a 5 años. Estos Bonos fueron colocados en los bancos comerciales y su producto ingresó al Tesoro Nacional. En diciembre de ese mismo año se realizó otra emisión también por m\$n. 250 millones de papeles con características similares a los anteriores, que se entregaron al Banco de la Nación en pago de una parte equivalente de la deuda resultante de la financiación de las cosechas. En 1942, en virtud de la ley dictada por el Congreso, según se explicó en el capítulo primero, el Banco de la Nación recibió además m\$n. 750 millones de títulos, con lo cual quedó documentada su deuda total en esta materia. A fines de año se hizo una nueva emisión de Bonos del Tesoro por otros m\$n. 250 millones, de los cuales solamente se colocaron m\$n. 80 millones en un establecimiento bancario de la plaza. De esta cantidad, m\$n. 50 millones fueron destinados a amortizar la primera serie por igual valor de los Bonos entregados, según acaba de manifestarse, al Banco de la Nación en 1941, que vencían el 10 de diciembre; y los m\$n. 30 millones restantes ingresaron al Tesoro Nacional. La negociación de los Bonos se hizo, pues, con dos fines: para financiación de las cosechas y para otros requerimientos fiscales. En los cuadros sobre absorción de valores por el mercado, solamente se han incluido los requerimientos del Tesoro, eliminándose los otros a fin de mantener una distinción clara entre ambos conceptos.

4. ADELANTOS AL GOBIERNO NACIONAL

Durante el año 1942 el Gobierno hizo uso, también, en diversas oportunidades, del adelanto que puede concederle el Ban-

co Central. Su deuda máxima fué de m\$n. 61 millones en el mes de julio; a fines de año alcanzaba sólo a m\$n. 41 millones y pocos días después se canceló totalmente.

Al hablar de los fondos tomados al mercado por el Tesoro Nacional no se han tenido en cuenta estas operaciones, pues no se trata de absorción de valores por el mercado sino de creación transitoria de nuevos fondos.

5. COLOCACIONES DE LAS PROVINCIAS Y MUNICIPALIDADES

Estas colocaciones netas llegaron en 1942 a m\$n. 115 millones, en los cuales se incluyen m\$n. 21 millones de letras provinciales con garantía de la Nación provenientes de las operaciones de financiación transitoria, que el Ministerio de Hacienda de la Nación facilitó a las provincias a fin de evitar la colocación de títulos exentos antes de nuevas operaciones de conversión. Los m\$n. 94 millones restantes corresponden a colocaciones de títulos.

6. COMISIÓN DE VALORES

Ha continuado su tarea la Comisión de Valores, ajustándose en sus recomendaciones de cotización a los principios expuestos en memorias anteriores. Su reconocimiento de la conveniencia de facilitar las emisiones privadas se ha puesto de manifiesto en las cifras a que alcanzaron los pedidos de cotización para estos valores recomendados a la Bolsa en 1942. Las nuevas colocaciones de estos papeles privados llegaron así, en el año 1942, a m\$n. 120 millones ⁽⁷⁾, además de m\$n. 54 millones de cotizaciones concedidas para la conversión de valores y de m\$n. 62 millones de papeles que habían sido emitidos anteriormente y a los cuales se otorgó cotización bursátil.

El desarrollo progresivo de las emisiones de valores privados ha permitido ir recogiendo experiencia acerca de los requisitos que conviene tener en cuenta a fin de que los inversores tengan un conocimiento preciso de la situación de las empresas que acuden al mercado y del empleo que se dará a los recursos que se solicitan al público. En este sentido se han recibido interesantes sugerencias, que se están examinando con el fin de llegar a soluciones adecuadas.

Es esencial esta información para el público porque la recomendación de la Comisión de Valores, como se comprenderá, no

(7) Del total recomendado por la Comisión de Valores, sólo se colocaron efectivamente en el mercado, durante el año, m\$n. 82 millones.

significa en ningún caso una opinión favorable con respecto al papel, sino simplemente el reconocimiento de que la operación es oportuna en vista de la situación del mercado. Pero el abstenerse de juzgar como norma general la calidad del papel no impide, por cierto, en casos muy poco frecuentes, dar una opinión negativa si existen razones de otra índole para no aconsejar una determinada operación. En efecto, mientras por un lado la Comisión de Valores atendió con toda liberalidad los pedidos de emisiones privadas, especialmente las destinadas a promover la industria y el comercio, no ha considerado conveniente, cuando la capacidad de absorción del mercado no permite satisfacer todos los requerimientos del Tesoro Nacional, recomendar emisiones para el pago de deudas en el exterior en divisas libres o para atender necesidades de empresas que por otro lado remiten cantidades apreciables de fondos al exterior en concepto de servicios financieros.

7. NUEVAS CONVERSIONES

En diciembre de 1942, el Ministerio de Hacienda decidió prestar su colaboración a las operaciones de conversión de la Municipalidad de Buenos Aires, Provincia de Mendoza y Provincia de Santiago del Estero. Con este propósito, y sin que ello constituya precedente para operaciones normales de emisión, se solicitó la colaboración del Consorcio Colocador de Emisiones Nacionales Internas, presidido por el Banco Central. El Consorcio tomó a su cargo las operaciones de conversión con la colaboración de los bancos que actúan como agentes financieros de las entidades emisoras. Estas operaciones fueron acompañadas de emisiones de nuevos papeles y sus satisfactorios resultados pueden apreciarse en el siguiente cuadro:

Resultados de las conversiones provinciales y municipales

Emisor	Títulos		Nuevas emisiones	
	Convertidos	Reembolsados	Suscripto	Adjudicado
(En millones de m\$n.)				
Municipalidad Ciudad Buenos Aires ...	281,3	3,5	138,8	40,0
Provincia de Mendoza	32,8	0,6	22,6	10,0
Provincia de Santiago del Estero	20,9	5,9	7,1	5,5

El Tesoro Nacional ya había prestado anteriormente su concurso a la Municipalidad de Córdoba para realizar la conversión

y consolidación de su deuda. Se trata de una operación de carácter excepcional en que el Ministerio de Hacienda de la Nación creyó oportuno intervenir por intermedio de este Banco a fin de colaborar en la solución de un problema que afectaba el prestigio del crédito argentino en el exterior. En efecto, el principal escollo que impedía a la Comuna lograr una solución satisfactoria para el saneamiento de sus finanzas consistía en su deuda externa, representada por títulos en dólares del 7% cuyo pago se efectuaba con gran atraso. El Tesoro Nacional resolvió tomar a su cargo el rescate de esa deuda y transferir a la Municipalidad los beneficios que logró en la operación. El favorable resultado obtenido permitió a la Comuna encarar después la consolidación y unificación de sus deudas.

8. RESCATES DE DEUDA

Al vencer el plazo del llamado a rescate de los títulos del Crédito Argentino Interno 4½% 1934, o sea el 15 de mayo de 1942, quedaban en circulación m\$n. 29,3 millones de títulos, pertenecientes en su mayor parte a tenedores radicados en el exterior. De esa suma se reembolsaron m\$n. 2,1 millones y el resto se convirtió en títulos del Crédito Argentino Interno 4% 1941, serie F, de acuerdo con una oferta de canje que efectuó en ese momento el Gobierno argentino.

Asimismo, se rescató en el Reino Unido el saldo en circulación del empréstito Ferrocarril Trasandino Argentino que ascendía a £ 365.700, y en los Estados Unidos el empréstito de la provincia de Córdoba traspasado a la Nación con anterioridad, cuya circulación era de u\$s. 4,2 millones.

Por último, se llamaron a rescate en el país las emisiones internas del 5% y se cancelaron las Letras de Tesorería garantizadas, emitidas por la provincia de San Luis, cuya deuda se traspasó a la Nación, de acuerdo con las disposiciones de la Ley N° 12.139.

9. CONTROL DEL MOVIMIENTO DE VALORES CON EL EXTERIOR

Por decreto del Poder Ejecutivo Nacional N° 122.882, de fecha 17 de junio de 1942, se extendieron a los títulos emitidos en el exterior y a los billetes en dólares las disposiciones que ya existían sobre control de la importación y negociación en plaza

de valores argentinos establecidas por el decreto del Poder Ejecutivo N° 67.355, del 13 de julio de 1940. Por el mismo decreto se sujetó la salida del país de todos esos valores, que hasta entonces se efectuaba libremente, al requisito de la autorización del Banco Central.

En cumplimiento de esas disposiciones, el Banco Central intervino en el ingreso al país de m\$n. 35,8 millones de valores argentinos y m\$n. 1,1 millones de valores extranjeros.

10. PAPELES DE ABSORCIÓN DEL BANCO CENTRAL

Por las razones expuestas en el capítulo primero, la colocación de Certificados de Participación en Bonos Consolidados del Tesoro Nacional y Certificados de Custodia de Oro y Divisas se redujo de m\$n. 153 millones en diciembre de 1941 a m\$n. 139 millones a fines de 1942.

En el siguiente cuadro se dan las cifras de la circulación de ambos papeles.

Circulación de Certificados de Participación en los Bonos Consolidados y de Custodia de Oro y Divisas

Fecha	Circulación			Intereses para plazos cercanos a 90 días
	Bonos Consolidados	Oro y Divisas	Total	
(En miles de m\$n.)				
1942				(En %)
Enero 2	30.000	113.000	143.000	1,17
17	30.000	113.000	143.000	1,17
Febrero 2	30.000	76.500	106.500	1,16
14	30.000	61.500	91.500	1,15
Marzo 2	17.700	73.800	91.500	1,15
17	20.200	73.800	94.000	1,15
Abril 1	22.700	81.300	104.000	1,15
17	25.200	86.300	111.500	1,15
Mayo 2	20.250	98.750	119.000	1,05
16	22.750	101.250	124.000	1,03
Junio 2	22.750	103.750	126.500	1,02
17	25.250	108.750	134.000	1,00
Julio 2	27.500	108.750	136.250	0,99
17	30.000	112.250	142.250	0,99
Agosto 1	30.000	115.000	145.000	0,99
17	28.500	114.000	142.500	0,99
Setiembre 2	26.000	115.500	141.500	0,98
17	26.000	118.000	144.000	0,97
Octubre 2	26.000	118.000	144.000	0,97
17	26.000	123.000	149.000	0,97
Noviembre 2	26.000	128.000	154.000	0,97
17	26.500	133.000	159.500	0,97
Diciembre 2	26.500	138.000	164.500	0,95
17	26.500	113.000	139.500	0,95

V. OTRAS ACTIVIDADES DEL BANCO

1. RELACIONES DEL BANCO CENTRAL CON LOS BANCOS

Inspecciones. Terminadas las primeras inspecciones a todos los bancos del país, según se dijo en la Memoria anterior, y visitados por segunda vez más de la mitad de los establecimientos, se va llegando paulatinamente a la periodicidad de las inspecciones que establece la Ley de Bancos. La desaparición gradual de las dificultades suscitadas en los primeros tiempos de la aplicación de la Ley, la mejor organización interna de las entidades y la experiencia adquirida por el personal en el desarrollo de las tareas, permiten ahora acortar la duración de las visitas a los bancos y, correlativamente, aumentar su número.

Mediante la información regular que recibe el Banco Central y el contacto permanente que los inspectores mantienen con las entidades donde han actuado, es posible seguir de cerca su evolución y cooperar con ellas en los problemas que conciernen a la aplicación de la Ley de Bancos y al buen funcionamiento bancario.

Las inversiones prohibidas o limitadas por la Ley de Bancos. El plan general de liquidación y amortización de los inmuebles y demás inversiones limitadas por el artículo 4º de la Ley de Bancos continúa cumpliéndose sin inconvenientes; los recursos que provienen de la liquidación gradual de esos activos se emplean ahora en operaciones bancarias comunes. Con recaudos que impedirán comprometer la situación líquida alcanzada por las entidades bancarias, la sanción del proyecto de crédito industrial que se halla a consideración del H. Congreso permitiría que los bancos cooperaran al desarrollo y arraigo de las actividades industriales sanas, mediante el otorgamiento de créditos en condiciones adecuadas.

Cumplimiento del efectivo mínimo. La gran liquidez que registra la situación bancaria en 1942 se comprueba si se observa la forma en que los bancos han cumplido las disposiciones legales sobre efectivo mínimo. El promedio anual de exceso, m\$n. 401 millones, es el más alto que se registra desde la aplicación de la Ley de Bancos y supera en m\$n. 39 millones al del año anterior.

Relación del capital y las reservas de los bancos con las obligaciones. Radicación en el país de los activos bancarios. Durante todo el año se prosiguieron las gestiones ya mencionadas en la Memoria anterior, tendientes a obtener que el capital y las reservas lleguen a representar en cada banco una garantía razonable respecto del volumen de depósitos recibidos. Como resultado de ellas el asunto carece hoy de la importancia que hace algún tiempo tenía. También ha continuado mereciendo especial atención del Banco Central la radicación efectiva de los activos bancarios en el país, aspecto en el cual la posición general de los bancos ha mejorado considerablemente con respecto al año anterior.

Crédito con garantía en el exterior. El estudio, iniciado en 1941, de los balances de las firmas que operan con garantías fuera del país, permitió comprobar la desproporción que existía en muchos casos entre el monto de los préstamos concedidos en tales condiciones y la responsabilidad local de los deudores. Dichos créditos vienen así a constituir desmedidas habilitaciones de capital. Para subsanar ese estado de cosas, el Banco Central recomendó que los préstamos mencionados guardaran, con respecto a la responsabilidad de las firmas radicadas en el país, la proporción que es corriente en la clientela general, a fin de encuadrarlos dentro de normas de sana política bancaria. A ese resultado habría de llegarse dentro de un término de dos años, sea por la disminución gradual de los préstamos otorgados u obteniendo de los deudores el refuerzo de la responsabilidad local.

Autorizaciones. Durante el año 1942 fueron informadas favorablemente al Poder Ejecutivo, y resueltas en igual sentido, las solicitudes para continuar desarrollando actividades bancarias presentadas por cuatro entidades del interior que ya operaban al dictarse la Ley de Bancos; una de esas entidades se constituyó por la fusión de dos pequeños bancos de la Provincia de Córdoba.

De esta manera, el problema de las autorizaciones pendientes ha quedado reducido a nueve entidades, cuyos depósitos del público sólo ascienden, en conjunto, a m\$n. 3,8 millones, es decir, a menos del uno por mil del total de depósitos en el país.

Además el Poder Ejecutivo, de acuerdo con lo sugerido por el Banco Central, autorizó la instalación de tres agencias en la Capital Federal y dos sucursales en el interior del país: una en la ciudad de Salta y la otra en Río Cuarto.

En materia de agencias dentro de la misma ciudad donde funciona la casa matriz, se ha mantenido sin alteración el criterio fijado en años anteriores de no oponer trabas a su apertura. En cambio, respecto de nuevas casas en el interior del país, razones derivadas de la actual situación del mercado monetario han aconsejado adoptar medidas tendientes a evitar la posibilidad de una expansión inconveniente del crédito. Con tal propósito, el Directorio del Banco Central ha juzgado oportuno no informar en sentido favorable al Poder Ejecutivo, mientras persistan las actuales circunstancias, los pedidos de apertura de nuevas sucursales en los puntos donde ya funcionan dos o más entidades bancarias.

Creación de bancos mixtos. La colaboración que el Banco Central comenzó a prestar en años anteriores para el estudio de los proyectos de creación y organización de bancos mixtos ha continuado durante 1942. El Banco de San Luis, creado por ley provincial de 1941, inició sus operaciones en agosto último, y el de Córdoba, salvadas las dificultades que se fueron presentando en las distintas etapas de su constitución, dió comienzo a sus actividades en enero de 1943. A la lista de provincias que cuentan con bancos mixtos se agregará este año la de San Juan. Una ley sancionada en agosto último dispuso la sustitución del actual banco oficial por una entidad de carácter mixto, cuyo capital aportarán por partes iguales el gobierno provincial y los accionistas particulares.

Liquidaciones. Prosiguen su curso normal las liquidaciones judiciales de los bancos Argentino de Fomento, Escandinavo Argentino e Italo Español Argentino de Mendoza, tareas que están llegando prácticamente a su término. También continúan regularmente las liquidaciones extrajudiciales iniciadas en los años anteriores; las cuatro entidades que se encuentran en esas condiciones sólo tienen pendiente el reintegro de una parte muy

pequeña de los depósitos que poseían. Durante 1942 los bancos Agrícola Bombal y Popular de Saladas (Corrientes), que aún no se hallaban autorizados para funcionar, han tomado las disposiciones necesarias para quedar fuera de la Ley de Bancos; sólo les resta devolver depósitos por una cifra insignificante.

Cese de la intervención a un banco. La intervención de un banco del interior, dispuesta a fines de 1941 a raíz del nombramiento de un interventor-administrador judicial, dió término a su misión en el mes de junio último, después de llenar cumplidamente la finalidad que se tuvo en vista al decretarla. Al establecer la Cámara de Apelaciones que las funciones del interventor judicial se limitarían a las que el Código de Comercio señala a los síndicos de las sociedades anónimas, y que debería cumplirlas sin entorpecer la marcha regular de la administración social, se consideró que no había objeto en mantener la del Banco Central. En los seis meses que duró la intervención, las operaciones de la entidad aludida se desarrollaron con absoluta normalidad.

Incorporación de los bancos agrícolas mixtos al de Entre Ríos. Los elementos reunidos desde hacia algún tiempo y las inspecciones realizadas en 1940 y 1941 en los bancos agrícolas de capital mixto que funcionaban en la Provincia de Entre Ríos permitieron establecer que, salvo muy pocas excepciones, se desenvolvían en condiciones precarias, sin poder llenar el objeto para el cual fueron creados, ni cumplir las disposiciones en vigor sobre régimen bancario. Los estatutos de esas entidades prescribían su incorporación al Banco de Entre Ríos, cuya carta orgánica también la prevé. Después de una reunión de los delegados de los bancos agrícolas, a la que fueron convocados por el señor Ministro de Hacienda provincial, el Banco de Entre Ríos les sometió las bases para realizar la incorporación. Ellas merecieron la conformidad de las asambleas de accionistas de siete de esos organismos, y el Poder Ejecutivo Provincial, por decreto de marzo de 1942, aprobó la incorporación. Hasta ahora se han incorporado cuatro bancos; los tres restantes lo harán en el curso del año 1943.

Información sobre deudores bancarios. Durante el año 1942, se han seguido completando los antecedentes sobre los principales deudores bancarios, a fin de estar preparados para resolver sin demora los pedidos de redescuento que pudieran presentarse.

Tales antecedentes constituyen, asimismo, un elemento de gran interés para el análisis de las carteras bancarias que debe efectuar el Banco Central en cumplimiento de las funciones que le asigna la Ley de Bancos.

2. EMISIÓN DE MONEDA

Los nuevos billetes impresos por grabado en acero. Desde el comienzo de sus operaciones, el Banco se preocupó por hallar solución satisfactoria al problema de la reforma de los billetes en uso, que, por el sencillo procedimiento tipográfico utilizado en su impresión, eran relativamente fáciles de falsificar.

Los estudios realizados y la experiencia de los principales países en esta materia aconsejaron recurrir al grabado sobre planchas de acero por las evidentes garantías que ofrece para dificultar las imitaciones. Este sistema de impresión se utilizó en nuestro país para las emisiones hechas a fines del siglo pasado, y al volverse ahora al mismo procedimiento se han aprovechado, desde luego, los adelantos posteriores.

En el diseño de los billetes, ha sido necesario ajustarse a estrictas exigencias técnicas que limitan la libertad de composición artística; la experiencia aconseja complicar el dibujo con ornamentaciones que en forma de rosetas, orlas, retratos y otros detalles contribuyen a dificultar la reproducción aun para los mismos artistas que intervienen en el grabado. Además de esa característica, y como mayor garantía contra las falsificaciones, se ha dejado un óvalo en blanco que lleva una filigrana con varios planos de sombras. A fin de no debilitar la resistencia del papel, la filigrana ha debido situarse a un costado del billete.

Los nuevos valores llevan en el anverso la efigie del General San Martín y, en la filigrana del óvalo opuesto, el perfil del General Belgrano. En las reproducciones del reverso se evocan distintos acontecimientos históricos de honda significación en la vida del país.

Los billetes grabados llevan también fondos tipográficos de colores especialmente elegidos, que obligan a utilizar dos equipos distintos para imprimirlos, lo que ha de complicar la imitación ilegítima.

Sobre la base de bocetos preparados por artistas del país, la confección de las planchas de acero se encomendó a una firma especialista de Londres. También el papel debió encargarse a una

fábrica inglesa, como se ha hecho hasta ahora, por no ser posible obtenerlo de la industria local. La Casa de Moneda, a cuyo cargo está la impresión de los billetes, fué dotada por el Gobierno Nacional de las máquinas y elementos indispensables para realizar este trabajo. Nos complacemos en reconocer la eficiencia con que esa Institución ha emprendido la nueva tarea.

Con la emisión de los billetes grabados de m\$n. 10 y m\$n. 50, cuya circulación se inició el 2 de enero de 1943, el Banco comienza a llevar a la práctica su propósito de reemplazar los ejemplares tipográficos. La sustitución se hará gradualmente a fin de no recargar su costo y en forma que permita dar salida a nuestras reservas de la emisión actual.

Es posible que antes de finalizar 1943 se pueda emitir el nuevo billete de m\$n. 100, cuyo papel debe llegar al país en los próximos meses. Se ha de seguir con los billetes de m\$n. 500 y de m\$n. 1.000 y se encará finalmente la impresión de los billetes menores, de m\$n. 1 y de m\$n. 5, que son los que circulan en mayor cantidad.

Transitoria escasez de moneda subsidiaria. A mediados de abril se observó retramiento en la circulación de monedas de 5, 10 y 20 centavos y preocupación en el público por proveerse de estas piezas. Con el objeto de arbitrar medidas que le permitieran atender sin restricciones la demanda del público, el Banco Central propuso al Ministerio de Hacienda un programa de emergencia que consistió en la emisión de billetes de 50 centavos, acuñación de nuevas monedas de 5, 10 y 20 centavos y aumento de m\$n. 40 millones en la circulación de moneda subsidiaria.

La cantidad de monedas que se encontraba en circulación al 30 de abril de 1942 era la más alta registrada hasta ese momento y llegaba a m\$n. 48,4 millones, sin considerar las piezas de m\$n. 0,50 y las de 1 y 2 centavos que se habían entregado al público poco tiempo antes. La circulación había crecido en los últimos años con mayor intensidad que la población: en 1935, al crearse el Banco Central, correspondía un promedio por habitante de m\$n. 2,97 en piezas de 5, 10 y 20 centavos, mientras que a fines de 1940 alcanzaba a m\$n. 3,50 y en abril de 1942 a m\$n. 3,60. En los meses anteriores el Banco Central no había podido aumentar la circulación con el ritmo acostumbrado, en espera de una partida de cosepeles contratada en el extranjero; pero ello no justificaba la amplitud del fenómeno ocurrido. Fué

evidentemente el temor del público a que la moneda escaseara lo que propendió a crear el enrarecimiento de estas piezas.

El Banco Central consideró que el procedimiento más eficaz para remediar esa situación era entregar liberalmente toda la moneda que se le solicitara, así fueran cantidades excesivas, hasta dar la certidumbre de que la escasez había terminado. Para ello recurrió a sus reservas de moneda de cobre y de cupro-níquel y propuso el programa señalado, que mereció la aprobación del Poder Ejecutivo por decreto del 15 de mayo de 1942, con lo cual fué posible normalizar rápidamente la situación.

El billete de 50 centavos. Estos billetes se imprimieron en el papel que se utiliza para los títulos del Gobierno Nacional, hasta tanto la firma proveedora inglesa fabrique el papel especial que le fué solicitado. La emisión comenzó el 19 de mayo y al 31 de diciembre de 1942 se encontraban en circulación 8,6 millones de billetes.

Desde el momento en que se emitió el billete de 50 centavos, el Banco Central estimó conveniente suspender la entrega de la moneda de níquel puro del mismo valor, cuya desmonetización con fines industriales era factible debido al alto precio a que llegó a cotizarse ese metal.

Las nuevas monedas de bronce de aluminio. El empleo del níquel en la industria bélica hacía imposible obtener del extranjero la provisión de cospeles de la aleación de cupro-níquel utilizada para las monedas de 5, 10 y 20 centavos. Era necesario recurrir a discos que pudieran fabricarse en el país con metales que hubiera en existencia.

Con la colaboración de la Casa de Moneda y el asesoramiento de la Dirección General de Fabricaciones Militares, que volvemos a agradecer en esta Memoria, se llegó a establecer la conveniencia de utilizar el bronce de aluminio, con el 92% de cobre y el 8% de aluminio, aleación empleada en distintos países. Por primera vez se encargó a la industria privada local la provisión de discos para monedas; se contrató la fabricación de 304 toneladas de cospeles, de las cuales se habían recibido 100,1 toneladas antes de finalizar el año 1942.

Al 31 de diciembre se encontraban en circulación 1,1 millones de la nueva moneda de 5 centavos; 11 millones de 10 centavos y 7,4 millones de 20 centavos, para las cuales se utilizó un

cuño que poseía la Casa de Moneda, pues la confección de cuños especiales hubiera demandado mayor tiempo que el disponible.

Con la emisión de monedas de 5, 10 y 20 centavos de cupro-níquel y bronce de aluminio realizada durante 1942, la circulación de estas piezas al 31 de diciembre último alcanzaba a m\$n. 52,5 millones, o sea, aproximadamente, a m\$n. 3,89 por habitante.

Aumento de m\$n. 40 millones en la emisión subsidiaria. Desde la creación del Banco Central no se había alterado la cantidad de m\$n. 211,8 millones a que ascendía la circulación de moneda subsidiaria, que comprende los billetes de m\$n. 5 y menores y las monedas de níquel y de cobre. Con frecuencia el Banco Central se había visto obligado a limitar el canje de sus propios billetes por los valores subsidiarios, pues no obstante la reposición de los billetes de emisiones anteriores considerados perdidos, por un importe de m\$n. 34,5 millones, la cifra originaria resultaba insuficiente para atender el incremento de las necesidades de la circulación, motivadas por el aumento de la población y del volumen de las transacciones posteriores a 1935.

El artículo 36 de la Ley del Banco Central prevé el aumento de la emisión subsidiaria por el Gobierno Nacional, a pedido del Banco Central, siempre que su cantidad no sobrepase de m\$n. 20 por habitante, o sea hasta m\$n. 270 millones. Por las razones expuestas, el Banco Central solicitó un aumento de m\$n. 40 millones, hasta m\$n. 251,8 millones, lo que equivale a m\$n. 18,65 por habitante. La emisión se realiza en forma moderada, pues se recurre a la ampliación en la medida en que los pedidos del público lo hacen necesario; hasta el 31 de diciembre último se habían utilizado m\$n. 12 millones.

De acuerdo con las disposiciones legales, del aumento de la moneda subsidiaria corresponde entregar la mitad al Gobierno Nacional y la otra mitad debe emitirse previa cancelación de una suma equivalente de billetes del Banco Central que el público entrega en canje. La Ley establece también que al recibir estos billetes el Banco Central deberá amortizar en forma simultánea una cantidad equivalente del Bono sin interés recibido del Tesoro Nacional, como contrapartida de los billetes que tenía la Caja de Conversión por el saldo de las emisiones anteriores a la Ley 3.871.

Por el primer concepto indicado, le ha correspondido al Go-

bierno Nacional, hasta la fecha, la cantidad de m\$n. 6 millones, de la cual hay que deducir el costo de los billetes y monedas que se emiten en virtud de la ampliación referida.

Retiro de billetes de emisiones anteriores. Al vencer los plazos fijados por la Ley 12.160 para retirar de la circulación los billetes de emisiones anteriores y determinar el beneficio derivado de la pérdida o destrucción de esos billetes, el Poder Ejecutivo dispuso reservar una parte del saldo sin canjear para atender el pago de los ejemplares que se presenten dentro del último plazo de 10 años establecido en la Ley.

Durante 1942, el pago por billetes subsidiarios alcanzó a m\$n. 615.205 y por los billetes mayores a m\$n. 6.092.290. El saldo sin canjear al 31 de diciembre de 1942 se había reducido a m\$n. 70.372.294. Prácticamente se ha agotado la reserva formada para atender el canje de los billetes mayores, motivo por el cual las futuras presentaciones deberán ser atendidas con fondos del Gobierno Nacional, de acuerdo con lo dispuesto por la Ley antes citada. Para el canje de los valores subsidiarios aún queda una reserva de m\$n. 2,2 millones.

VI. RESULTADOS DEL EJERCICIO Y DIVERSOS

1. BENEFICIOS DEL AÑO

Los beneficios del 8º ejercicio, que han sido los más importantes desde la creación del Banco Central, se presentan en el siguiente cuadro comparativo y en la cuenta de ganancias y pérdidas del capítulo séptimo:

Concepto	1940	1941	1942
Beneficios	23.348.103	28.927.659	37.323.875
Gastos ordinarios, intereses y comisiones	10.752.968	8.195.051	6.754.596
Líquido	12.595.135	20.732.608	30.569.279
Este resultado permitió acumular durante el año para amortización de los Bonos Consolidados	5.367.787	9.878.527	13.909.812
Ha quedado por lo tanto	7.227.348	10.854.081	16.659.467
De estas cantidades se han deducido como gastos extraordinarios los de instalaciones nuevas y la amortización de la cartera de títulos por	1.722.356	2.949.058	3.176.420
Beneficios Netos	5.504.992	7.905.023	13.483.047

De la ganancia distribuible este año se propone a la Asamblea de bancos accionistas: *a*) constituir las acostumbradas Reservas Generales de 10 y 10% que alcanzarán a m\$n. 2.461.779; *b*) robustecer la Reserva para ampliación de local y contingencias en m\$n. 1.000.000; *c*) destinar otros m\$n. 5.000.000 para reforzar más aún la Reserva para Bonos Consolidados; *d*) distribuir el dividendo máximo de 5% a los accionistas; *e*) acreditar el remanente, que será de m\$n. 4.021.268, al Superior Gobierno Nacional según lo dispuesto por el Art. 51 de la Ley N° 12.155.

Con esta última cifra llegan a m\$n. 24.600.899 las participaciones que le correspondieron al Gobierno Nacional desde la

fundación del Banco Central en los beneficios de éste, además de m\$n. 3.791.667 abonados por dividendos.

Las importantes utilidades del año han engendrado grandes reservas, entre las cuales se destaca la aplicable a los Bonos Consolidados del Tesoro Nacional, que ya tenía acreditados:

más lo acumulado durante el año 1942 en la cuenta	m\$n. 32.520.008
Intereses en Suspensión que deberá transferir- sele después de la Asamblea	» 13.909.812
más lo que se propone acreditarle en la distribu- ción de beneficios	» 5.000.000
Total	m\$n. 51.429.820

Esta considerable Reserva representa el 13,1% del valor de los Bonos Consolidados del Tesoro Nacional de propiedad del Banco Central. Como se recordará, estos Bonos fueron recibidos por el Banco a la par en el momento de constituirse. Sin embargo, dado el interés de 3% que tienen y su lenta amortización, su valor de mercado es muy inferior. Es cierto que no existe el propósito inmediato de desprenderse definitivamente de estos Bonos como la Ley autoriza, pero tampoco debe eliminarse la posibilidad de que ello resulte aconsejable en el futuro a fin de cancelar en forma definitiva fondos sobrantes en la plaza. En previsión de esta eventualidad conviene, pues, acumular una Reserva suficiente que cubra por lo menos alrededor del 25% del valor de los Bonos.

Con estas Reservas para Bonos Consolidados, más m\$n. 6,5 millones de otras reservas especiales y m\$n. 11.164.473 del Fondo de Reserva General, las reservas totales del Banco llegarían, de aprobarse lo que se propone a la Asamblea de Bancos Accionistas, a m\$n. 69.094.293.

El incremento de las reservas, de conformidad con lo que la Ley autoriza, podrá invertirse en valores nacionales, lo cual, unido a los valores adquiridos con el capital, las reservas ya existentes y la suma amortizada de los Bonos Consolidados, permitirá al Banco Central elevar sus tenencias de títulos a un valor real de m\$n. 107.900.000 que en los libros figurarán por m\$n. 96.700.000, pues la existencia al 31 de diciembre está amortizada en m\$n. 11.195.568 o sea el 10,38% sobre ese valor real.

2. LOCAL DEL BANCO

Con el propósito de dar mayor amplitud a varias oficinas, cuyas dependencias resultaban reducidas a raíz de las nuevas

funciones confiadas al Banco por el Ministerio de Hacienda durante el ejercicio anterior, se propuso al Gobierno Nacional la adquisición del edificio de la calle San Martín 216, que ocupaba el ex Crédito Público Nacional. El Poder Ejecutivo, por Decreto del 15 de setiembre de 1942, autorizó la transferencia del inmueble en la suma de m\$n. 600.000, conforme a la tasa-ción del Banco Hipotecario Nacional, y requirió por mensaje al H. Congreso de la Nación la aprobación de esa transferencia. En el curso de 1943 se han de efectuar reparaciones a dicho edificio para poder instalar en él alguna de las oficinas del Banco.

3. ASISTENCIA AL PERSONAL

Bonificación por la carestía de la vida. A partir del mes de junio el Directorio resolvió otorgar al personal que percibe hasta m\$n. 800 una bonificación mensual extraordinaria en concepto de ayuda por la carestía de la vida, que puede ser modificada o cancelada cuando el Directorio lo estime oportuno. Consiste en el 10% del sueldo hasta la categoría de m\$n. 500 y en el 7½% por el excedente hasta la de m\$n. 800. En los 7 meses ha representado un desembolso de m\$n. 166.116,93.

Sobresueldo familiar. En el curso de este ejercicio se han beneficiado 182 empleados con la suma de m\$n. 10 mensuales que el Banco Central otorga a su personal con sueldo de hasta m\$n. 350, por cada hijo menor de 15 años. El desembolso mensual por este concepto alcanzó a m\$n. 2.670.

Asignación por nacimiento. La asignación especial de m\$n. 100 que en ocasión del nacimiento de cada hijo percibe el personal con sueldo de hasta m\$n. 500, ha importado en 1942 m\$n. 6.600.

Caja de Anticipos. Se concedieron al personal 441 préstamos por un total de m\$n. 195.792,26, cifras ligeramente inferiores a las registradas en el año anterior.

Servicio Médico. Para dar más amplitud a este servicio, se resolvió que otra clínica de la Capital comparta, desde el 1º de enero de 1943, la atención médica del personal, hasta ahora confiada a un solo sanatorio. En el curso de 1942 los gastos de tratamiento llegaron a m\$n. 75.646; de esta suma, conforme a la escala fijada, el Banco abonó \$ 47.944.

También se estableció a fines de 1942 un servicio complementario de farmacia que, si bien no cuenta con el aporte del Banco, facilita al personal la adquisición de medicamentos.

Seguro colectivo. Durante el año, la Compañía con la cual se contrató el seguro colectivo ha debido atender dos casos de fallecimiento y ocho de incapacidad. Se ha mantenido la prima mensual de m\$n. 0,76 por cada m\$n. 1.000 de capital asegurado; el Banco contribuye al pago de este servicio en una proporción fija.

4. RENOVACIÓN DEL DIRECTORIO

El 30 de abril de 1942 terminaba el mandato del señor Presidente, doctor don Ernesto Bosch, cuyo nombre fué incluido por la Asamblea de Bancos Accionistas realizada el 31 de marzo del mismo año, en la terna que, de acuerdo con el artículo 10 de la Ley de creación del Banco Central, propuso al Poder Ejecutivo Nacional para la designación de Presidente. Integraron la terna los señores don José Evaristo Uriburu y doctor don Cosme Massini Ezcurra. El doctor Bosch fué designado por el Poder Ejecutivo Nacional, con acuerdo del Senado, por un nuevo período.

Asimismo, el Poder Ejecutivo Nacional designó al doctor don Emilio F. Cárdenas para reemplazar al señor Director don Martín Pereyra Yraola, cuyo mandato terminó el 31 de mayo último.

La Asamblea de Bancos Accionistas reelegió por un nuevo período de tres años, a contar desde el 31 de mayo de 1942, al señor Director don Roberto W. Roberts.

El sector de bancos nacionales procedió a reelegir por el término de Ley al señor Director don Eduardo Grané, y el sector de bancos extranjeros resolvió elegir Director al señor don Juan Welsh, en reemplazo del señor Director don Robert A. McWilliam.

El 31 de mayo de 1943 termina el mandato de los señores Directores don Juan Balbi, elegido por el sector de bancos nacionales, y don Carlos Boero Romano, don Vicente R. Casares y don Pablo F. Perlender, elegidos por los bancos accionistas en conjunto, atendiendo a su carácter de agricultor, ganadero y comerciante, respectivamente.

En consecuencia, el sector de bancos nacionales y la Asamblea deberán designar los respectivos reemplazantes.

5. COMISIÓN DE REDESCUENTO

En su sesión del 22 de enero de 1942, el Directorio resolvió ofrecer el cargo de miembros de la Comisión de Redescuento a los señores don Carlos Patrón Costas, don Alejandro P. Campbell y don José Poggio, quienes aceptaron, en reemplazo de los señores don César C. Corti, don Avelino G. Quirno y don Angel S. Yurrita.

El 25 de noviembre de 1942 venció el mandato del señor Esteban M. Riglos, y el 31 de enero de 1943 el de los señores doctor don Horacio N. Bruzone y don Federico Schindler, que fueron reelegidos por el Directorio del Banco con efectividad al 1º de febrero de 1943.

Se ha tenido que lamentar recientemente el fallecimiento del señor don José Poggio, miembro de la Comisión de Redescuento.

El Banco se complace en acompañar copia del informe del señor Síndico, por el que manifiesta su conformidad con el Balance General y la cuenta de Ganancias y Pérdidas correspondientes al octavo ejercicio.

La presente Memoria ha sido aprobada por el Directorio en sus reuniones del 5 y el 16 de marzo de 1943, y sometida a la Asamblea de Bancos Accionistas de acuerdo con lo prescripto en el artículo 20 de la Ley 12.155.

JOSÉ EVARISTO URIBURU
Vicepresidente

ERNESTO BOSCH
Presidente

Directores:

JUAN BALBI, ENRIQUE BECQUEREL, CARLOS BOERO ROMANO, EMILIO F. CARDENAS, VICENTE R. CABARES, EDUARDO GRANÉ, SATURNINO LLORENTE TORROBA, PABLO F. PERLENDER, ROBERTO W. ROBERTS, JORGE A. SANTAMARINA, JUAN WELSH, LANSING WILCOX.

LUIS F. BENGOLEA
Secretario

Buenos Aires, marzo de 1943.

VII. BALANCE

BALANCE AL 31 DE DICIEMBRE DE 1942

ACTIVO	m\$n.
Oro en el País	1.075.502,180,27
Oro y Divisas, Corresponsales en el Exterior	1.020.865.733,50
Bonos Consolidados del Tesoro Nacional	392.337.537,82
Bono de Garantía	112.883.755,44
Valores Nacionales - Art. 34 - Ley 12.155	72.977.628,97
Moneda Subsidiaria	897.512,93
Inmuebles	1,00
Adelantos Transitorios al Gob. Nac. - Art. 44 - Ley 12.155	40.973.548,50
Diversos	54.943.978,90
	2.771.381.877,33
PASIVO	
Capital Suscripto	20.000.000,00
Fondo de Reserva General	8.702.605,57
Reserva Especial por Bonos Consolidados	32.520.008,32
Reserva Especial de Previsión	2.500.000,00
Reserva Especial para Ampliación de Local y Contingencias	3.000.000,00
Billetes en Circulación	1.626.798.780,00
Corresponsales en el Exterior - Divisas	86.588.922,52
Cuentas Corrientes Bancarias	764.208.831,87
Cuentas Corrientes Oficiales	134.681.055,22
Cuentas Corrientes Varias	33.849.413,01
Certificados de Particip. en Bonos Consolid. del Tes. Nac.	26.500.000,00
Diversos	18.549.123,55
Pérdidas y Ganancias	13.483.047,27
	2.771.381.877,33

% de garantía en oro y divisas, con respecto a:

Billetes Emitidos en Circulación	123,54
Billetes Emitidos en Circulación y Oblig. a la Vista (Ley 12.155 - Art. 39)	78,51

CUENTA DE GANANCIAS Y PERDIDAS

DEBE	
Intereses Pagados:	
a/ Certificados de Bonos Consolidados	977.581,98
a/ Certificados de Oro y Divisas en Custodia	810.649,06
a/ Diversos	4,74
	1.094.215,71
Comisiones Pagadas	1.668,31
Gastos Generales	5.658.712,01
Gastos Extraordinarios	360.587,58
Amortizaciones Ordinarias	2.815.832,10
Utilidad Neta	9.931.015,71
	13.483.047,27
	23.414.062,98

HABER

Intereses Cobrados:	
a/ Bonos Consolidados	11.785.051,77
a/ Inversiones en Oro y Divisas	17.049.287,00
	38.834.338,77
a/ deducir "Intereses en Suspens"	19.000.811,83
	19.833.526,94
a/ Diversos	16.518.587,20
	3.297.370,51
	18.816.406,71
Comisiones Cobradas	3.589.492,86
Recursos Varios	1.008.163,41
	23.414.062,98

RAÚL PRIBISCH
Gerente General

J. WAINER
Síndico

ERNESTO BOSCH
Presidente

CARLOS C. BECKMANN
Contador

INFORME DEL SINDICO

Buenos Aires, enero de 1943.

A los Honorables Bancos Accionistas del

BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

En mi carácter de Síndico, cumplo en informar que he procedido a la verificación de las operaciones realizadas por el Banco durante el año 1942 y encuentro que ellas se han ajustado a las disposiciones legales en vigor.

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

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

Me es grato dejar constancia que 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.

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

J. WAINER
Contador Mayor de la Nación
SINDICO

APENDICE

ACLARACIONES SOBRE EL CRITERIO SEGUIDO PARA ESTABLECER LAS CIFRAS REFERENTES A LA PRODUCCION Y A LA SITUACION MONETARIA

1. PRODUCCION INDUSTRIAL

a) El cálculo del volumen físico de la producción industrial se ha efectuado sobre la base del índice de obreros ocupados que publica la Dirección General de Estadística de la Nación. Según ha podido comprobarse cotejándolo con un índice del volumen de producción compilado a base de los datos suministrados por los censos de 1935, 1937 y 1939, el índice de ocupación representa en forma bastante satisfactoria las variaciones que experimenta el volumen físico de los productos elaborados.

b) El valor de la producción en 1942 se estimó partiendo de la cifra correspondiente al año 1940, según los datos de la Dirección General de Estadística de la Nación. Se aplicó a dicho valor el aumento del índice de ocupación entre 1942 y 1940 y la cifra así obtenida se corrigió mediante un índice de la variación de los precios entre esos dos años, compilado especialmente para ese fin.

c) El "valor agregado" por la actividad de la industria resulta de la diferencia entre el valor en fábrica de los productos elaborados y los gastos en materias primas y envases, combustibles y lubricantes, y energía eléctrica comprada.

El "valor agregado" por la industria, según los censos de 1935, 1937 y 1939, representó un porcentaje prácticamente constante con respecto al valor global de la producción: alrededor de 20% en la industria de substancias alimenticias y de 45% en el conjunto de las otras industrias. Para estimar el "valor agregado" en 1940 y 1942 se aplicaron aquellos porcentajes al valor global de la producción de la industria de substancias alimenticias y de las otras industrias.

d) En todos los cálculos se ha excluido el rubro "empresas de construcción" que figura en la estadística industrial. La actividad de la industria de la construcción se trata por separado.

2. PRODUCCION AGRICOLA Y GANADERA

Agricultura. La estimación comprende la producción de las materias primas más importantes antes de experimentar procesos de elaboración, a saber: cereales y lino, cultivos industriales, frutas y papas.

El cálculo del valor global se hizo sobre la base de las cifras oficiales de producción y del promedio anual de precios en los lugares de principal consumo o de exportación.

A fin de obtener cifras comparables con el "valor agregado" por la industria se dedujo del valor global establecido por el procedimiento que se indica más arriba, el costo de las semillas, combustibles y lubricantes, bolsas, transportes y beneficios de intermediarios.

Ganadería. La estimación comprende la faena de vacunos, porcinos y ovinos y la producción de lanas y leche. El cálculo del valor global de la producción de vacunos, porcinos y ovinos resulta de aplicar los promedios de los precios por cabeza, para exportación y consumo, al número de animales faenados según destino.

Para lanas y leche se siguió un procedimiento análogo al utilizado al calcular la producción agrícola.

A fin de llegar al valor neto de la producción en el punto de origen, se dedujo del valor global, calculado en la forma que se explica en los párrafos anteriores, el valor de los materiales consumidos en el proceso de producción, los beneficios de los intermediarios y el costo de los transportes.

3. SUPERFICIE CUBIERTA POR LAS CONSTRUCCIONES PRIVADAS

Se calculó sobre la base de los permisos de construcción otorgados por 14 municipalidades que abarcan alrededor del 80% de la actividad total de la construcción en el país.

4. SITUACIÓN MONETARIA

Las cifras sobre moneda y bancos que se mencionan en esta Memoria no concuerdan con las que se publican en el Suplemento Estadístico. Con motivo de una revisión general de la estadística bancaria que se está efectuando y cuyos resultados completos se darán a conocer oportunamente, se han efectuado ciertos ajustes que permiten interpretar mejor los hechos.

La composición de los rubros referentes a la situación monetaria (cuadro de la pág. 12) que se comentan en esta Memoria, es como sigue:

Depósitos corrientes. Comprende los depósitos a la vista del público y de los Gobiernos y Reparticiones Oficiales en los bancos comerciales y en el Banco Central. Excluye los depósitos judiciales que, por ser de escasa movilidad, se han considerado, juntamente con los depósitos a plazo, como medios de pago absorbidos.

Moneda en el público. A la moneda en circulación, ajustada por la reposición de billetes perdidos, según se explica más adelante, se le resta la moneda en caja de los bancos. Incluido el dinero depositado por bancos del interior en las cuentas de efectivo mínimo del Banco Central, en sucursales del Banco de la Nación Argentina donde no funcionan cámaras compensadoras.

Préstamos netos al público. Se obtiene restando de los préstamos e inversiones brutos el capital, las reservas y los beneficios no distribuidos de los bancos. Desde el punto de vista monetario no hay variación de los medios de pago cuando los bancos reinvierten las nuevas utilidades que realizan.

Financiación de cosechas. Incluye la deuda total al Banco de la Nación (Bonos del Tesoro y deuda no documentada) ajustada aproximadamente por las operaciones realizadas por las sucursales y pendientes de contabilización definitiva. Comprende además m\$n. 50 millones de Bonos del Tesoro reembolsados al Banco de la Nación en el mes de diciembre mediante colocación de un monto similar de Bonos del Tesoro en otro establecimiento bancario de plaza.

Otras necesidades fiscales. Comprende los siguientes rubros: Letras de Tesorería, Bonos del Tesoro, Títulos y otros préstamos nacionales, provinciales y municipales de los bancos comerciales, y los préstamos del Banco Central al Gobierno Nacional.

Emisión de moneda subsidiaria y reemplazo de billetes perdidos. Se incluyen en este rubro los aumentos de la emisión de moneda subsidiaria. Comprende además los nuevos billetes puestos en circulación y entregados al Instituto Movilizador, en reemplazo de los que por haberse extraviado no se presentaron al canje de las emisiones anteriores a la creación del Banco Central, que se realizó a partir de 1939 en cumplimiento de lo dispuesto por la Ley 12.160. Con el reemplazo de los billetes perdidos, no varían las cifras de contabilidad. En efecto, por un lado se deduce de la circulación el monto de los billetes perdidos, pero en seguida se vuelve al guarismo anterior, por aumentar la circulación con los billetes que se emiten en sustitución de aquéllos. Pero los medios de pago han aumentado. Dos cifras iguales, una anterior a esa operación y la otra posterior, no significan, en esencia, una cantidad de medios de pago idéntica, porque mientras la primera es abultada, la segunda es real; hay, pues, un aumento de medios de pago igual al de los billetes emitidos en sustitución de los extraviados. De ahí la necesidad de tener en cuenta esta circunstancia en el cálculo sobre origen y destino de los medios de pago.

En lo que concierne a la moneda subsidiaria, las nuevas emisiones sólo provocan un aumento de los medios de pago equivalente a la mitad de su importe, de acuerdo con el mecanismo de emisión. Según éste la mitad de las nuevas emisiones se entrega al Gobierno y constituye un aumento de los medios de pago y la otra se destina a amortizar el Bono de Garantía del Banco Central y sólo sale a la circulación por canje contra billetes de esa Institución. Es decir, sustituye medios de pago ya existentes.

Depósitos a plazo. Comprende los depósitos en Caja de Ahorro, a plazo fijo y los Judiciales.

Diferencias en las cifras de aumentos de medios de pago. Pequeñas deficiencias que aún subsisten en la estadística, y operaciones realizadas

entre el Banco Central y los bancos comerciales, pendientes de contabilización definitiva, explican que si se resta del monto de las operaciones que dan lugar a la creación de medios de pago, las que significan una absorción de estos medios de pago, no se llega a una cifra exactamente igual al aumento que resulta de comparar los guarismos relacionados con los medios de pago (billetes y depósitos corrientes).

Variación de los demás rubros del balance del Banco Central (cuadro de la página 18). No son solamente las operaciones de oro y divisas, los adelantos al Gobierno Nacional y las operaciones con Certificados de Participación en Bonos Consolidados y Certificados de Oro y Divisas los que representan una creación o absorción de fondos por parte del Banco Central. En realidad, toda variación en los rubros del balance importa un aumento o disminución de fondos creados por el Banco Central y se traduce, por lo tanto, en el total de sus obligaciones. Pero el resultado de las variaciones de los demás rubros del balance sobre las obligaciones del Banco Central es de poco significado, por lo cual sólo se consigna en el cuadro referido el aumento de las obligaciones del Banco Central, que resulta, en definitiva, de las variaciones de todos los demás rubros.