



FACULTAD
DE CIENCIAS
ECONÓMICAS



Universidad
Nacional
de Córdoba

REPOSITORIO DIGITAL UNIVERSITARIO (RDU-UNC)

El sistema de la Caja de Conversión Argentina en la Gran Depresión. 1929-1934

Mónica Gómez, Lucas Tossolini, Germán González,
Gabriel Ratner

Ponencia presentada en la L Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política
realizado en 2015 en la Facultad de Ciencias Económicas, Jurídicas y Sociales - Universidad
Nacional de Salta. Salta, Argentina



Esta obra está bajo una [Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-CompartirIgual
4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/)



ASOCIACION ARGENTINA
DE ECONOMIA POLITICA

ANALES | ASOCIACION ARGENTINA DE ECONOMIA POLITICA

L Reunión Anual

Noviembre de 2015

ISSN 1852-0022

ISBN 978-987-28590-3-9

El sistema de la caja de conversión argentina en
la gran depresión.

Gómez, Mónica
Tossolini, Lucas
González, Germán
Ratner, Gabriel

EL SISTEMA DE LA CAJA DE CONVERSIÓN ARGENTINA EN LA GRAN DEPRESIÓN

1929-1934

Mónica Gómez, Lucas Tossolini, Germán González y Gabriel Ratner
(Universidad Nacional de Córdoba)

Resumen

En los años 1890/91, Argentina experimentó una profunda crisis que sería conocida como la crisis de *Baring*. En medio de este episodio, el gobierno de Pellegrini se vio impelido a erigir un nuevo modelo monetario –el Sistema de Caja de Conversión–, que perduró hasta la creación del Banco Central en 1935. El objetivo del presente trabajo es analizar cómo funcionó el Sistema de Caja de Conversión Argentina en la Gran Depresión. La conclusión principal de la investigación es que la crisis de Balanza de Pagos experimentada por Argentina, debido a la Gran Depresión, generó problemas en los frentes cambiario, bancario y fiscal. Ello requirió fuertes cambios en las reglas básicas del modelo monetario. Y estos cambios serían el preludio del fin del Sistema de Caja de Conversión y del nacimiento del Banco Central de la República Argentina.

JEL: G21, N26

Abstract

During the 1890/91 years, Argentina experienced a deep crisis known as the Baring's crisis. In the middle of this episode, the Pellegrini's Government was compelled to erect a new monetary model – the System of Currency Board–, which lasted until the creation of the Central Bank in 1935. The objective of the present study is to analyze how the System of Currency Board has operated immersed in the Great Depression. The main conclusion of the research is that the balance-of-payments crisis experienced by Argentina, because of the Great Depression, generated troubles in foreign exchange system, banking and fiscal fronts. This has required strong changes in the basic rules of the monetary model. These changes would be the prelude to the end of the Currency Board and the birth of the Central Bank of the Republic Argentina.

JEL: G21, N26

Introducción

En los años 1890/91, Argentina experimentó una profunda crisis que sería conocida como la crisis de *Baring*. En tal episodio, los mercados de crédito externo e interno se cerraron. Al mismo tiempo, se dio un proceso de sustitución entre monedas; el público buscó en un activo externo (el oro) un depósito de valor que le diera la estabilidad de poder de compra que la moneda doméstica (billete de banco) no le garantizaba. La corrida cambiaria fue secundada por corridas sobre los depósitos, ocasionando el quiebre del sistema bancario. Los bancos comerciales de emisión del interior del país fueron los primeros en cerrar sus puertas al público; ellos fueron intervenidos a partir de septiembre de 1890, comenzando por el de Córdoba. El Banco Nacional y el de la provincia de Buenos Aires –los dos bancos líderes del sistema–

entraron en liquidación en abril de 1891, después de sufrir la tercera corrida sobre sus depósitos. Y esto -como era de esperar- propició corridas sobre los bancos comerciales particulares, obligándolos a suspender sus pagos de manera temporaria en algunos casos y permanente en otros.¹

En medio de la crisis, el gobierno de Pellegrini se vio impelido a erigir un nuevo modelo, el Sistema de la Caja de Conversión. Este modelo estaba compuesto por: la Caja de Conversión, creada en octubre de 1890; el Banco de la Nación Argentina, fundado en octubre de 1891; y el Resto de los Bancos, compuesto por entidades nacionales (públicas y privadas) y extranjeras. Recién, a comienzo del siglo XIX, estuvieron dadas las condiciones para que este Sistema de Caja de Conversión entrara en funcionamiento. En tal sentido, en octubre de 1902, Argentina comenzó a operar con tipo de cambio fijo (2,27 pesos papel por peso oro), había libre movilidad de capitales y la política monetaria era endógena. La Primera Guerra Mundial trajo aparejado el abandono de estas reglas básicas. Desde agosto de 1914 Argentina pasó a operar con tipo de cambio flexible. Y nuevamente se volvió al tipo de cambio fijo trece años después. Pero la vuelta a las reglas básicas duró relativamente poco, ya que en 1929 la Gran Depresión tocó la puerta.²

El objetivo del presente trabajo es analizar cómo funcionó el Sistema de Caja de Conversión Argentina desde el inicio de la Gran Depresión en 1929 hasta la creación del Banco Central en 1935. El trabajo está organizado en seis partes. En la primera, se presenta las particularidades del Sistema. En la segunda, se muestra el impacto de la Gran Depresión en la Balanza de Pagos. Seguidamente, se ofrecen los cambios institucionales que tuvieron lugar como consecuencia de la Gran Depresión. La cuarta sección analiza el comportamiento de la Caja de Conversión en los complejos años que van de 1929 a 1934. La quinta examina el sistema bancario, distinguiendo entre Banco de la Nación y Resto de los Bancos. Y, por último, la sexta sección se centra en las necesidades de financiamiento del Estado Nacional.

Respecto a la fuente, se utilizó fundamentalmente la base de datos “La Primera Caja de Conversión Argentina en Cifras (1900- 1935)”.³ Es de señalar que toda la información reunida en esta base fue levantada de un extraordinario trabajo, realizado por el Instituto Bancario de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires, bajo la Dirección de Pedro J. Baiocco. Este trabajo fue publicado en el año 1937.⁴

Finalmente, las conclusiones principales del trabajo revelan que la crisis de Balanza de Pagos experimentada por Argentina, debido a la Gran Depresión, generó problemas en los frentes cambiario, bancario y fiscal. Ello requirió fuertes cambios en las reglas básicas del modelo monetario. Y estos cambios serían el preludeo del fin del Sistema de la Caja de Conversión y del nacimiento del Banco Central de la República Argentina.

¹Sobre la Crisis de Baring, véase en particular della Paolera y Taylor (2003); y sobre el Banco de Córdoba y la Crisis de Baring Gómez (2011).

²Sobre el funcionamiento del Sistema de Caja de Conversión Argentina previa a la Gran Depresión, véase Gómez (2014) y Gómez, Ratner y Tossolini (2014).

³Gómez (por publicar online). La base utiliza un programa para hoja de cálculo, Excel. Contiene un total de 420 registros mensuales -que van de enero de 1901 a diciembre de 1935- y 58 variables. Estas variables están ordenadas en 10 tablas. Se añade una tabla más destinada a fuentes y notas. En esta última, se reproducen la fuente original de dónde provino el dato y una explicación -en algunos casos- de cómo el equipo dirigido por Baiocco construyó el dato. Es de señalar que la base cuenta con un índice, con la finalidad de guiar al usuario acerca del contenido de la misma.

⁴Para la cita completa de este trabajo, véase Bibliografía.

1. El Sistema de la Caja de Conversión Argentina

La Caja de Conversión

Por la ley 2.741 del 7 de octubre de 1890, se dispuso la creación de una Caja de Conversión sobre la base de la Oficina Nacional de Bancos Garantidos. También se dispuso que “todas las operaciones de emisión, conversión o amortización de moneda de curso legal, se harán por intermedio de la Caja de Conversión, en la forma y modo establecidas por las leyes respectivas.”⁵ Esto significa que el Estado Nacional se hacía cargo –a través de la Caja- del papel moneda de curso legal, el cual había sido un pasivo de los bancos comerciales de emisión (bancos garantidos). De este modo, se pasaba de un sistema de emisión descentralizado a uno centralizado (monopolio), bajo el control gubernamental.

Las operaciones de conversión y emisión por parte de la Caja de Conversión se hicieron esperar. Recién la ley 3.871 del 31 de octubre de 1899 se ocupó del asunto. En primer lugar, establecía la convertibilidad al tipo de cambio vigente en ese momento en el mercado. Así, expresaba: “La Nación convertirá toda la emisión fiduciaria actual de billetes de curso legal en moneda nacional de oro, al cambio de un peso moneda nacional de curso legal por cuarenta y cuatro centavos de pesos moneda nacional oro sellado.”⁶ Es decir, en conformidad a la nueva ley, la Argentina pasaba a operar bajo un patrón mixto metálico-fiduciario, donde la oferta monetaria estaba compuesta por monedas metálicas y billetes convertibles a una relación fija con el peso oro (2,27 pesos papel por peso oro).⁷

En segundo lugar, dicha ley establecía un respaldo metálico del 100% sobre la emisión adicional. En tal sentido, se decía: “la Caja de Conversión emitirá y entregará, a quien lo solicite, billetes moneda de curso legal por moneda de oro sellado, en la proporción de un peso moneda de curso legal por cuarenta y cuatro centavos de pesos oro sellado, y entregará el oro que reciba por este medio, a quien lo solicite, en cambio de moneda de papel, al mismo tipo de cambio.”⁸ Esto significa que los cambios en la base monetaria debían reflejar estrictamente los movimientos de las reservas metálicas (entrada y salida de oro). Toda expansión o contracción en la cantidad de billetes en circulación se debía corresponder con una variación exactamente igual en la cantidad de reservas metálicas.

Como claramente se desprende del párrafo anterior, las autoridades económicas escogieron -a través del sistema de Caja de Conversión- la combinación de política de tipo de cambio fijo y libre movilidad de capitales; por tanto, debieron renunciar a la independencia monetaria (limitación del “trilema” macroeconómico). Esta renunciación significó que quedaron prohibidas las operaciones de mercado abierto para la compra y venta de títulos públicos, al igual que los préstamos al sistema bancario. No obstante, los diseñadores de la política económica trataron de compensar tal limitación a través de otorgar al Banco de la Nación funciones “a medias” de Banco Central, como se verá más adelante.

Finalmente, a diferencia de la ley inglesa de 1844 (en la que estaba basada la reglamentación argentina), la ley 3.871 del 31 de octubre de 1899 facultaba al Poder Ejecutivo

⁵ Ley 2.741 del 7/10/1890, arts. 1 y 4, en Anales de la Legislación Argentina, Complemento años 1889- 1919, Buenos Aires, Editorial La Ley (en adelante, Anales), (1954, pp. 212-13).

⁶ Ley 3871 del 31/10/1899, art. 1, en Anales, (p. 473).

⁷ En la práctica, el cambio en el patrón monetario se dio en octubre de 1902; fue allí cuando Argentina comenzó a operar con el tipo de cambio fijo estipulado por la ley.

⁸ Ley 3871 del 31/10/1899, art. 7, en Anales, (p. 473).

“a formar una reserva metálica que se llamará <Fondo de Conversión>”.⁹ Su destino sería respaldar los 293 millones de pesos en billetes que ya estaban en circulación. La intención de los diseñadores de política económica, entonces, no era sólo alcanzar un respaldo marginal del 100% sobre la base monetaria (nueva emisión), sino un respaldo del 100% sobre la totalidad de la base monetaria. Esto es un claro rasgo de las Cajas de Conversión ortodoxas modernas.¹⁰ La ley establecía, además, que los recursos con lo cual contara el Fondo “serán depositados en el Banco de la Nación (...)”.¹¹

El Banco de la Nación Argentina

El Banco de la Nación Argentina fue creado por la ley 2.841 del 16 de octubre de 1891 sobre la base del antiguo Banco Nacional. Dicha ley estableció que su capital “será de cincuenta millones de pesos moneda nacional, representado por quinientas mil acciones de cien pesos cada una, que serán ofrecidas a suscripción pública.” Asimismo, dispuso que “el Directorio provisorio entregará a la Caja de Conversión un bono por el importe de las quinientas mil acciones, que se canjeará oportunamente por las acciones definitivas al portador.” A cambio, se dijo, “la Caja de Conversión anticipará al Banco el valor nominal de dichas acciones, a medida que lo pida el Directorio (...)”¹² Es decir que por la ley 2.841 se facultó a la Caja de Conversión a emitir por el importe del capital autorizado del Banco de la Nación Argentina (50 millones de pesos moneda nacional), teniendo como contrapartida un bono público. Esto “sugiere la existencia de una cierta flexibilidad monetaria de parte del Gobierno, a pesar de la aparente ortodoxia monetaria”.¹³ En defensa de esta emisión, se argumentó en el Congreso que en situaciones de crisis no quedaba otra alternativa, citándose como ejemplo la autorización para emitir sin respaldo dada al Banco de Inglaterra durante el Viernes Negro (“*Black Friday*”) del año 1844.¹⁴

Empero, la venta de acciones al público fue un fracaso. No se llegó a colocar la primera serie de 10 millones de pesos, a pesar de las distintas prórrogas. De allí que el Poder Ejecutivo dictó un decreto, con fecha del 30 de junio de 1892, por el cual dejaba sin efecto la suscripción pública.¹⁵ Ello colocó al Banco en una situación confusa, al apartarse de la ley 2.841. Tal situación recién se aclaró con la ley 4.507 del 30 de septiembre de 1904, que decía: “Los 50 millones de pesos que fueron entregados al Banco de acuerdo con la Ley número dos mil ochocientos cuarenta y uno, constituirán su capital, quedando cancelada la deuda que por este concepto reconocía, así como el bono por quinientas mil acciones entregado a la Caja de Conversión.”¹⁶ Es decir, el Banco quedó convertido por ley en una entidad pública. Su directorio se compondría “de un Presidente y seis Vocales nombrados por el Poder Ejecutivo, con acuerdo del Senado” y la Nación respondería “directamente de los depósitos y operaciones que realice el Banco”.¹⁷

A diferencia del Departamento Comercial del Banco de Inglaterra, el Banco de la Nación estuvo sujeto a regla. Al parecer los diseñadores de política económica en Argentina no hicieron oídos sordos a las críticas de la Ley de *Peel* acerca de dejar librada a la prudencia de los

⁹ Ley 3871 del 31/10/1899, art. 3, en Anales, (p. 473).

¹⁰ Sobre las Cajas de Conversión modernas, véase Schuler (1992).

¹¹ Ley 3871 del 31/10/1899, art. 5, en Anales, p. 473.

¹² Ley 2841 del 16/10/1891, arts. 2, 18 y 19, reproducido en El Banco de la Nación Argentina (1941), El Banco de la Nación Argentina en su cincuentenario, Buenos Aires, Talleres Gráficos de Guillermo Kraft Ltda. S.A. (en adelante BNA), (fols. 204-5).

¹³ Salama (1998: p. 367)

¹⁴ Esta emisión es conocida como el “*bill*” de Sir Roberto *Peel*. Véase BNA (1941: p. 194).

¹⁵ Véase BNA (1941: pp. 217-18).

¹⁶ Ley 4507 del 30/9/1904, art. 2, en BNA (1941: p. 232).

¹⁷ Ley 4507 del 30/9/1904, arts. 4 y 10, en BNA (1941: p. 232).

banqueros el respaldo metálico sobre los depósitos.¹⁸ En tal sentido, la ley 2.841 del 16 de octubre de 1891 dispuso la obligación al Banco de la Nación de mantener “un encaje que represente el 25% de las sumas a que asciendan sus depósitos.” Y la ley reformativa 4.507 del 30 de septiembre de 1904 ratificó dicho requerimiento, expresando: “el Banco estará obligado a tener un encaje que represente, a lo menos, el veinticinco por ciento del total de sus depósitos.”¹⁹

Como se dijo en el apartado anterior, los diseñadores de la política económica trataron de compensar la limitación del trilema macroeconómico (ausencia de política monetaria) a través de otorgar al Banco de la Nación funciones a “medias” de Banco Central. En tal sentido, el Banco de la Nación gozó desde sus inicios de dos derechos de propiedad: a) prestar al gobierno nacional; y b) prestar al Resto de los Bancos.

En relación al primero de ellos, la ley 2.841 de 1891 decía que “el Banco no podrá hacer préstamos a ningún gobierno ni a municipalidad, con excepción del Gobierno Nacional, al cual no se le podrá acordar mayor suma de dos millones de pesos (...)”. Y a manera de contraprestación –decía– “quedarán a su cargo todas las operaciones encomendadas al (...) Banco Nacional sobre servicios de empréstitos nacionales, se depositarán en sus cajas las rentas fiscales, depósitos judiciales y depósitos de administraciones públicas.”²⁰ La reforma de 1904, por su parte, expresaba:

El Directorio no podrá hacer préstamos a ningún poder público ni municipalidades, con excepción del Gobierno Nacional, cuyo crédito no podrá exceder del veinte por ciento del capital del Banco.

Podrá (...) emplear hasta el veinte por ciento de sus fondos en títulos de deuda pública nacional adquiridos en el mercado, pero no tomar empréstitos públicos por cuenta propia.

En las cajas del Banco y sus sucursales se depositará: Las rentas fiscales, los dineros judiciales, los de todas las administraciones públicas (...)

*El Banco será el agente financiero del Gobierno para las operaciones de cambio y cualquiera otra que realice, toda vez que éste lo requiera.*²¹

En cuanto a la facultad de prestar al Resto de los Bancos, la ley 2.841 de 1891 otorgaba este derecho de propiedad con un límite superior. Así, decía: “El Banco podrá redescontar documentos de la cartera de otros bancos que funcionen en condiciones regulares, hasta 500.000 pesos a cada Banco (...)” Y la ley reformativa de 1904 mantuvo la facultad de “redescontar documentos de la cartera de otros bancos”, pero sin fijar un máximo legal a este tipo de operación.²² Debe aclararse que el término redescuento es utilizado aquí para referirse a “un préstamo de un banco a otro, es decir, una operación de crédito acordada por nuestra institución” el [Banco de la Nación], “con garantía de documentos de la cartera del banco prestatario.”²³ En otras palabras, se trataba de un préstamo inter-bancario; no tenía como contrapartida la creación de dinero primario.

¹⁸Una vez entrada en vigor la Ley de Peel, las corridas ya no fueron cambiarias sino bancarias en Inglaterra, como la de 1847. El público, temiendo que los bancos se quedaran sin reservas en billetes del Banco de Inglaterra, corrían a retirar sus depósitos. Esto condujo a serias críticas a la Ley de Peel.

¹⁹ Ley 2841 del 16/10/1891, art. 16, y ley 4507 del 30/9/1904, art. 11, en BNA (1941: pp. 205 y 232). Es de señalar que un decreto del 30 de junio de 1892 estipuló un encaje del 75% sobre sus depósitos y otro decreto del 7 de junio de 1895 derogó el anterior, volviendo al 25% establecido por la ley del 16 de octubre de 1891. Véase BNA (1941: pp. 214-15).

²⁰ Ley 2841 del 16/10/1891, arts. 10 y 22, en BNA (1941: pp. 204-5).

²¹ Ley 4507 del 30/9/1904, arts. 12, 14-16, en BNA (1941: pp. 232-33).

²² Ley 2841 del 16/10/1891, art. 12, y ley 4507 del 30/9/1904, art. 14, en BNA (1941: pp. 204 y 233).

²³ Tomado de BNA (1941: p. 319).

El Resto de los Bancos

El Resto de los Bancos estaba conformado por entidades nacionales (públicas y privadas) y extranjeras. El Cuadro 1 presenta una lista de estos bancos (49), que en víspera de la creación del Banco Central de la República Argentina (hacia 1935), contaban con un capital no inferior de 1 millón de pesos. Como puede observarse, el número de bancos nacionales era mayor a los extranjeros. Dentro de las entidades públicas nacionales estaban el Banco de la Provincia de Buenos Aires y los bancos provinciales del interior, que reabrieron sus puertas a los inicios del siglo XX (luego de la Crisis de Baring). Entre las entidades nacionales privadas, se encontraban bancos cuyos orígenes se remontaban al siglo XIX, como el Español del Río de la Plata, Francés del Río de la Plata, e Italia y Río de la Plata. También formaban parte de este grupo, bancos creados al inicio del siglo XX, como el Galicia y Buenos Aires. Y, dentro de las entidades extranjeras, aparecen nombres conocidos, como Londres y América del Sud, Anglo Sud Americano y Alemán Transatlántico, entre otros.

Cuadro 1: Lista de Bancos (excluido el Banco de la Nación) al 25 de abril de 1935, con capital no inferior a un millón de pesos.

Bancos Provinciales o mixtos	17-Nuevo Italiano	34-Comercial de Tres Arroyos
1- de la Provincia de Buenos Aires	18-Monserrat Ltda	35-Popular de Concordia
2- Provincial de Tucumán	19-Comercial de Tucumán	36-Italo Español Argentino (Mendoza)
3- de Córdoba	20-Argentino Uruguayo	37-Nuevo del Azul
4- Prov. de Santa Fe (Rosario)	21-de Avellaneda	Bancos extranjeros
5- Provincial de Santa Fe (Santa Fe)	22-Comercial Argentino	38-de Londres y América del Sud
6- Provincial de Salta	23-popular Israelita	39-Anglo Sud Americano
7- de Mendoza	24-Comercial del Tandil	40-Alemán Transatlántico
8- Provincial de Santiago del Estero	25-Escandinavo Argentino	41-Germánico de la América del Sud
9- Provincial de Jujuy	26-Dose & Cia. Ltda	42-Francés e Italiano para la América del Sud
Bancos Nacionales	27-Sirio Libanés del Río de la Plata	43-Holandés Unido
10- El Hogar Argentino	28-Popular de Corrientes	44-The FirstNational Bank of Boston
11- Español del Río de la Plata	29-Agrícola Com. E Inmob. Del Uruguay	45-Italo Belga
12-de Italia y Río de la Plata	30-de Olavarría	46-The National City Bank of New York
13-Ernesto Tornquist y Cia. Ltda	31-crédito Provincial de la Plata	47-Supervielle & Cia
14-de Galicia y Buenos Aires	32-Popular de Quilmes	48-The Royal Bank of Canada
15-Popular Argentino	33-Comercial de Rosario	49-Di Nápoli
16-Francés del Río de la plata		

Fuente: Memoria Anual del Banco Central de la República, 1936, pp. 3-4.

En 1908, el total de estas entidades (los Bancos Restantes) captaron casi el 72% de los depósitos versus el 28% correspondiente al Banco de la Nación. Para 1914, aquél porcentaje cayó a un poco más del 51% frente al 49% del Banco de la Nación. Entre 1914 y 1934, las proporciones se mantuvieron relativamente estables, alcanzando los primeros una participación promedio de casi el 57% versus el 43% del segundo. Claramente, el sistema bancario se hizo más concentrado a partir de 1914, perdiendo importancia relativa el Resto de los Bancos en provecho del Banco de la Nación.

En cuanto a la importancia relativa de los bancos nacionales (excluido el Banco de la Nación) respecto a los extranjeros, se observa que el público tenía una mayor preferencia por los primeros. Por cada peso que se depositaba en los extranjeros, se colocaba en promedio 1,64 pesos en los nacionales entre 1908 y 1934.

Finalmente, el Resto de los Bancos estaba reglado por sus propios estatutos. Recién con la sanción de la ley 12.156 en 1935, se creó una regla general para los bancos comerciales (incluido el Banco de la Nación).

2. La Gran Depresión y la Balanza de Pagos Argentina

La suba de la tasa de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos, en octubre de 1929, claramente impactó en la economía argentina. Los capitales de corto plazo salieron y los de largo plazo -salvo excepción- dejaron de ingresar. Además, el comercio mundial se vio fuertemente afectado por una caída en los precios.

El Gráfico 1 muestra el comportamiento de la balanza de pagos, la cuenta capital, las exportaciones y las importaciones en el período bajo estudio. En el **año 1929**, se evidencia un fuerte impacto negativo. Por el lado comercial, las exportaciones mostraron una caída del 10,7% respecto al año anterior, y las importaciones crecieron levemente (1,7%); en consecuencia el superávit comercial cayó de 273,6 millones de dólares a 152 millones. La caída observada en el valor de las exportaciones en 1929 se debió plenamente a caída en los precios (un 10,7%, según exhibe el gráfico 2). El incremento en las importaciones provino de un aumento de las cantidades del 4% y una caída de los precios del 2,2% (véanse gráficos 2 y 3). A pesar de mantenerse un superávit comercial, la cuenta corriente mostró un importante saldo negativo de 159 millones en 1929.

Sumado a esto, la cuenta capital también se vio afectada por el impacto de la situación mundial: tomó un valor negativo de 3,4 millones de dólares en 1929, lo que significó una fuerte caída, si consideramos que había mostrado un saldo positivo de 125,11 millones en 1928. En consecuencia, el saldo de la Balanza de Pagos se tornó fuertemente negativo en 1929: pasando de una entrada de capitales de 133 millones de dólares en 1928 a una salida de 294 millones en 1929 (véase gráfico 1).²⁴

En **1930**, la situación de Balanza de Pagos pareció mejorar levemente (véase gráfico 1). A pesar de que el déficit comercial, sumado a los servicios reales y financieros, generó una cuenta corriente fuertemente negativa: de 311 millones de dólares; la cuenta capital recuperó su signo positivo, con un saldo de 242,2 millones. No obstante esta notable recuperación, la cuenta capital no llegó a cubrir el déficit en cuenta corriente; por lo tanto, la balanza de pagos tuvo un saldo negativo de 41,6 millones (el que resultó mucho menor a la fuerte caída de reservas observada en 1929).

El déficit comercial de 55,13 millones que se presentó en 1930 (único resultado negativo de la balanza comercial en el período), implicó una caída del 43,8% en las exportaciones y del 25,2% de las importaciones. La particularidad observada en este año provino principalmente de factores internos: se manifestó una fuerte caída en las cantidades exportadas (31,7%), mucho mayor a la de los precios de las exportaciones (17,7%). Estos comportamientos se evidencian en los gráficos 2 y 3. La caída en las cantidades puede justificarse en una terrible cosecha de trigo (cayó un 29% la superficie cosechada y un 34% el rendimiento por hectárea). Esta merma fue acompañada por una caída del precio del 14%. Además, aunque en el caso del maíz se experimentó un incremento de la producción del 11%, se observó una caída de su precio del 40%. La carne vacuna experimentó un pequeño crecimiento en su precio de exportación (4%), y las cantidades faenadas para ventas externas se mantuvieron prácticamente constantes.²⁵

En **1931**, al producirse la salida del Reino Unido del patrón oro, la situación de Balanza de Pagos argentina volvió a empeorar. La Cuenta Capital volvió a ser fuertemente negativa (mostrando un saldo de 93,8 millones de dólares, que se puede observar en el gráfico 1). A

²⁴ La suma de Cuenta Corriente y Cuenta Capital no es exactamente el saldo mostrado por la Balanza de pagos, ya que existe una cuenta llamada "errores u omisiones" no imputada a ninguna de las anteriores.

²⁵ Vale aclarar que en aquellos años (1929-1934) los productos de la agricultura representaban en promedio el 61% de las exportaciones, siendo las principales producciones el trigo y el maíz.

pesar de que existió un importante superávit comercial, la salida de capitales de diferente índole, más que compensó ese saldo positivo. Por lo tanto, el saldo negativo de la Balanza de Pagos se incrementó, llegando a 279,9 millones (véase gráfico 1).

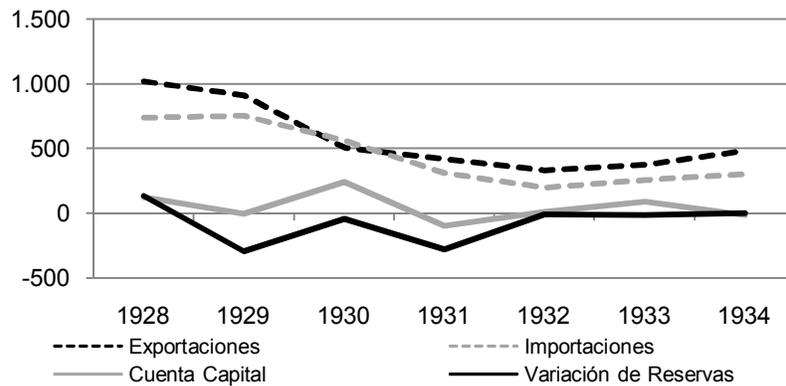
La recuperación comercial observada en 1931 fue fruto de cuestiones internas. Las cantidades exportadas de los principales productos mostraron un incremento respecto al terrible año anterior (véase gráfico 3). Los impresionantes aumentos de las cantidades exportadas de trigo (64%) y de maíz (109%) tienen su explicación en el fuerte incremento de la superficie cosechada (especialmente en el trigo) y del rendimiento por hectárea (especialmente en el maíz); acompañado por un leve incremento de la industrialización de trigo.²⁶ A pesar de estas mayores cantidades, el efecto precio terminó dominando: el valor total de las exportaciones mostró una caída del 17% en 1931. Sin embargo, las importaciones mostraron una caída aun mayor (del 45%). Al ser ésta superior a la caída en las exportaciones, el saldo comercial volvió a ser positivo (108,4 millones de dólares). La baja en las importaciones se debió tanto a la cantidad (-31%) como al precio (-19%), lo que puede apreciarse en los gráficos 2 y 3.

En el gráfico 1, se puede ver que el saldo de la Balanza de Pagos fue levemente negativo entre 1932 y 1934. El valor mediano de dicho déficit fue de 8,2 millones de dólares, mucho menor al observado en años anteriores. La cuenta capital, por su parte, volvió a ser positiva entre 1932 y 1933 (con un valor medio de 53,4 millones), y de nuevo fue levemente negativa en 1934 (11,7 millones)

El año 1932 es el último en el que se observan caídas de las exportaciones (21%) e importaciones (37%). Luego, ambas magnitudes, mostrarían una recuperación entre 1933 y 1934 (con valores mediana de 428,1 millones y 279,4 millones, y crecimientos promedios anuales de 20,7% y 23,3% respectivamente). Como consecuencia, entre 1932 y 1934 se vieron saldos comerciales positivos, con un valor mediano de 133,2 millones de dólares. La caída de las exportaciones en 1932 tiene su origen tanto en cantidades (un leve 6%) como en precios (16%). Las producciones, tanto del maíz como del trigo, cayeron (un 29% y un 5% respectivamente). En dicho año, las importaciones cayeron más que las exportaciones, motivadas principalmente por una fuerte merma en cantidades (22%) y en precios (19%). La recuperación de las exportaciones y de las importaciones de 1933 y 1934 se explica por las cantidades, los precios continuaron cayendo. Las cantidades exportadas crecieron a una tasa promedio anual del 30% y las cantidades importadas lo hicieron al 43%. El saldo comercial cayó levemente a 115,6 millones en 1933 y luego se recuperaría (llegando a 181,9 millones en 1934)

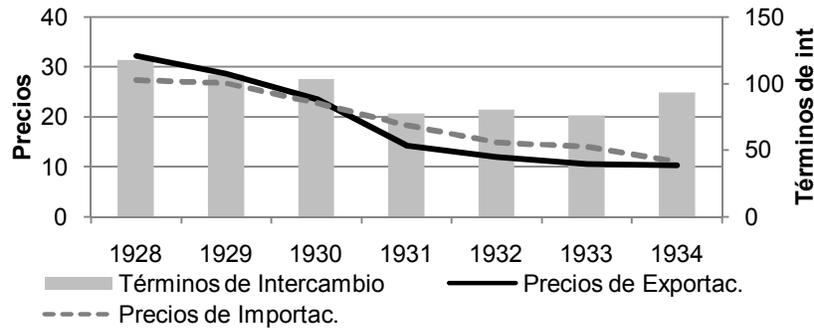
²⁶ El trigo mostró, en 1931, un incremento de la superficie cosechada del 23%, y del rendimiento por hectárea del 43%. Este rendimiento, aunque muestra una recuperación, es apenas el segundo más alto del período 1929-1934. La industrialización del trigo aumentó apenas un 7% en 1931. En el caso del maíz, la superficie cosechada se incrementó un 11% y el rendimiento por hectárea lo hizo un 50% (en 1931). El rendimiento del maíz en 1931 fue el más alto del período.

Gráfico 1: Balanza de Pagos, 1928- 1934



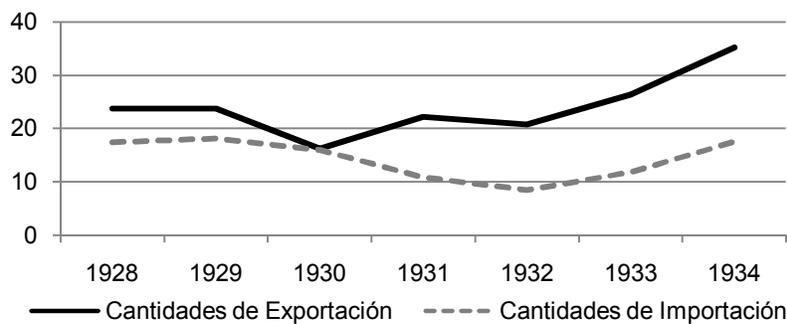
Fuente: Elaboración propia sobre la base de Ferreres (2005)

Gráfico 2: Precios de Importaciones y de Exportaciones, 1928- 1934



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Ferreres (2005)

Gráfico 3: Cantidades de Exportación y de Importación, 1928- 1934



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Ferreres (2005)

3. Los Cambios Institucionales

Ante la emergencia de la Gran Depresión, las respuestas de política económica argentina no se hicieron esperar. A continuación se analizan aquellas vinculadas con el sistema de la Caja de Conversión.

El Fin del Patrón Oro

El primer cambio institucional que se puso en práctica fue la suspensión de la convertibilidad. Por decreto del 16 de diciembre de 1929, el presidente Hipólito Yrigoyen expresaba:

*Dejase sin efecto el decreto de agosto 25 de 1927 y manténgase en vigor las disposiciones anteriores por las cuales se suspenden los efectos del artículo 7º de la Ley 3871, en cuanto se obliga a la Caja de Conversión a entregar oro sellado en cambio de moneda papel.*²⁷

Ello significaba la abolición del Patrón Oro en Argentina.²⁸ Esta decisión de política económica claramente estuvo vinculada con el saldo negativo que registró la balanza de pagos en ese año (de 294 millones de dólares, según lo explicado en el apartado anterior). Con respecto a esto último, se argumentaba:

*Que el estado de inseguridad en la regularidad y estabilidad de la moneda por que atraviesan los principales centros financieros del mundo, influye adversamente en el nuestro, motivando la salida de metálico sin causas verdaderamente justificadas.*²⁹

Argentina –un país pequeño y abierto- había salido en reiteradas oportunidades del patrón metálico a lo largo de su historia; lo había hecho en 1825, 1876, 1885, 1914 y ahora en 1929. Sólo que en esta ocasión no habría retorno: la Gran Depresión trajo aparejado el fin del Patrón Oro como institución monetaria internacional.

Es de resaltar que con la abolición del Patrón Oro en 1929, “el mercado de oro no fue afectado”³⁰; es decir, el precio del oro se fijaba en el mercado. Esto cambió en octubre de 1931 cuando se instauró el control de cambios.

En síntesis, la Caja de Conversión dejó de tener la obligación de cambiar 2,27 pesos billetes por 1 peso oro a partir de diciembre de 1929: Argentina entró a un sistema de papel moneda inconvertible. El oro, por su parte, se cotizó libremente en el mercado a un tipo de cambio flexible hasta octubre de 1931, fecha ésta que se estableció el control de cambios.

El Oro en las Legaciones

Por decreto del 15 de enero de 1930, el presidente Hipólito Yrigoyen facultó “previa autorización del Ministerio de Hacienda de la Nación hasta el 1º de junio de 1930”- a la Caja de Conversión a emitir:

*“billetes contra aviso telegráfico de las Legaciones Argentinas acreditadas en países de patrón oro, de haberse depositado en custodia y a su orden, la correspondiente garantía de oro de acuerdo con el tipo de la Ley Nº 3871, en el Banco o Bancos que ellas designasen.”*³¹

Esta práctica ya había sido autorizada en 1914 por el término que durara la guerra. Con la nueva normativa, el permiso se extendía por seis meses.

²⁷Decreto 16/12/1929, art. 1, en *Memoria de la Caja de Conversión de 1929*, pp. 18-19.

²⁸ Canadá había tomado la misma decisión un poco antes y Australia y Nueva Zelanda lo hicieron en 1930. Véase el Diagrama 2.1 sobre “El fin del Patrón Oro en entre guerra” en Marichal (2010: p. 119).

²⁹Decreto 16/12/1929, Considerando, en *Memoria de la Caja de Conversión de (1929)*, pp. 18-19).

³⁰Quinteros (1950, p. 264)

³¹Decreto de 15/01/1930, Art.1, en *Memorias de la Caja de 1930-1931*. (1932: p. 14 y 15)

El decreto del 15 de enero además establecía:

Las instituciones bancarias que efectuasen depósitos de oro a la orden de las legaciones, deberán presentarse al Ministerio de Hacienda de la Nación declarando el destino que se proponen dar a esos billetes que solicitan y comprometerse a liberarlo dentro de un plazo máximo de seis meses, a partir de la fecha de los mismos, mediante el reembolso correspondiente de los billetes emitidos. Si no lo liberasen, el oro quedará de propiedad exclusiva de la Caja de Conversión, la que deberá disponer su inmediato traslado al país, de acuerdo con la ley.³²

De este modo, si una persona o empresa en Argentina obtenía un crédito en el exterior o exportaba mercadería hacia los arreglos pertinentes para que el monto de la operación fuera depositado en la legación argentina correspondiente. Seguidamente, la legación enviaba al interesado una notificación telegráfica, con la cual debía reclamar su dinero ante la Caja de Conversión. Esta le entregaba en pesos papel el equivalente de los pesos oro, depositados en la legación. Y, por último, el interesado podía cambiar en la Caja los pesos papel recibidos por oro en un plazo de seis meses.³³

Posteriormente, el 7 de abril de 1931 tuvo lugar el Acuerdo General de Ministros del Gobierno Provisional de la Nación, que autorizaba nuevamente el permiso de emitir billetes contra oro depositado en las legaciones por otros seis meses. Así, se decía:

Hasta el 3 de agosto del año en curso, la Caja de Conversión emitirá billetes contra avisos telegráficos de las Legaciones Argentinas acreditadas en países de patrón oro, de haberse depositado en custodia y a su orden, por el Banco de la Nación Argentina, la correspondiente garantía de oro, de acuerdo con el tipo de la Ley Nº 3871, en el Banco o Bancos que ellas designasen.

Los depositantes de oro deberán liberarlo dentro de un plazo máximo de seis meses, a partir de la fecha del depósito mediante el reembolso correspondiente de los billetes emitidos. Si no lo liberasen, el oro quedará de propiedad exclusiva de la Caja de Conversión.³⁴

Y con fecha 18 de julio de mismo año, por Acuerdo General de Ministros, fue prorrogado el plazo hasta el 30 de enero de 1932, para emitir billetes contra depósito de oro a la orden de las Embajadas Argentinas en el exterior.³⁵

El Redescuento

Otra respuesta institucional frente a la Gran Depresión se refiere a los redescuentos. El 4 de diciembre de 1929 el Presidente Yrigoyen decretaba:

Autorízase al Banco de la Nación Argentina a efectuar operaciones de redescuento en la Caja de Conversión, de conformidad con lo establecido en las leyes de redescuento números 9479 y 9577 y decreto reglamentario del Poder Ejecutivo Nacional, de fecha 17 de noviembre de 1914, por la cantidad de \$200.000.000 m/n.³⁶

³²Decreto de 15/01/1930, Art.1, en Memorias de la Caja de 1930-1931. (1932: p. 14 y 15)

³³Quinteros, (1950: p. 264-9)

³⁴A.G.M de 07/04/1931, en Memorias de la Caja de 1930-1931. (1932: p. 25 y 26)

³⁵Memorias de la Caja de 1930-1931. (1932: p. 25 y 26)

³⁶Decreto 04/12/1929, art. 1, en Memorias de la Caja de Conversión de 1929, (1931: p. 19).

La Caja de Conversión no había hecho uso de las leyes de emergencia para redescuentos entre 1914 y 1927 cuando fue suspendida la convertibilidad; lo mismo sucedió en 1929. Recién por decreto del 25 de abril de 1931, las leyes 9479 y 9577 encontraron aplicación. Dicho decreto establecía:

El Banco de la Nación Argentina queda autorizado para redescantar hasta la suma de (\$200.000.000 m/n), Docientos millones de pesos moneda nacional, en la Caja de Conversión de acuerdo con las leyes Nos 9479 y 9577.

El Banco de la Nación Argentina designará una Comisión de Redescuento encargada de asegurar el cumplimiento estricto de los propósitos que informa el presente decreto.

La Comisión de Redescuento establecerá, bajo su dependencia directa y exclusiva, una oficina autónoma de Contralor de Bancos a la que las instituciones que redescuenten deberán poner a su disposición, con carácter estrictamente confidencial, todas las informaciones que requiriese para conocer su funcionamiento y la índole de sus operaciones.³⁷

El tope de 200 millones de pesos moneda nacional fue elevado a 270 millones el 8 de septiembre, a 320 millones el 7 de noviembre y a 360 el 22 de diciembre de 1931.³⁸

De este modo, a partir de abril de 1931, Argentina rompió con la ortodoxia de emitir únicamente contra moneda extranjera. La expansión de la base monetaria ya no dependió solamente de la entrada de oro, sino también de la creación del redescuento.

El Empréstito Patriótico

El 12 de mayo de 1932 tuvo lugar un nuevo cambio institucional. Por primera vez, se autorizó a la Caja de Conversión a crear base monetaria teniendo como respaldo préstamo al sector público. En este sentido, la ley 11.580 expresaba:

Autorízase al Poder Ejecutivo, en las condiciones que se establecen en la presente ley, para emitir un empréstito interno que se denominará "Empréstito Patriótico de 1932", hasta la suma de 500.000.000 de pesos moneda nacional (...)

Créase, como organismo exclusivo para entender en la colocación, inversión y servicio de este empréstito, una comisión honoraria con la denominación de Junta Autónoma de Amortización (...)

La Caja de Conversión entregará a la Junta autónoma de amortización (...) en calidad de adelanto sobre los títulos del presente empréstito que no hayan sido colocados, billetes de curso legal a cambio de su equivalente en títulos, aforados a este efecto al 85% de su valor nominal. En cualquier momento podrá efectuar la operación inversa al mismo tipo de aforo.

Sea por adelanto sobre títulos del presente empréstito, sea por redescuento de documentos comerciales, en ningún caso la garantía metálica podrá descender del 36% (Sic) establecido por las leyes 9479 y 9577.³⁹

³⁷ Decreto 25/04/1931, en Memorias de la Caja de Conversión de 1930-1931, (1932: p. 24)

³⁸ Quinteros Ramos (1950: p. 274-76).

³⁹ Ley 11.580 del 12/05/1932. En lugar del 36% debe considerarse el 40%, que es lo sostenido por las leyes 9479 y 9577.

Así fue que, a partir de 1932, se dio nacimiento “al trípode hoy conocido de las fuentes de creación de la base monetaria: sector externo, sector privado a través de redescuentos y sector público por medio de préstamos”.⁴⁰

La importancia del Empréstito Patriótico como fuente de financiamiento del Estado será analizada más adelante.

El Control de Cambios

Con el decreto 1060 del 10 de octubre de 1931, se dio inicio a la implementación del control de cambios en Argentina. En los considerandos de dicho decreto, se decía:

Que el abandono del Patrón oro por Inglaterra ha causado en los mercados mundiales ya trabajados por la crisis, una situación de expectativa;

Que se han paralizado las ventas, en especial las de nuestros cereales, lo que ha traído un enrarecimiento extraordinario de giros sobre el exterior;

Que esta circunstancia transitoria, ha sido aprovechada por la especulación y es necesario que esas maniobras sean suprimidas;

Que las medidas sobre control de cambios han sido usadas en circunstancias semejantes por muchos países;

*Que es necesario sustituir a la anarquía dañosa que impera en el mercado por un método centralizado y dirigido por los más capacitados.*⁴¹

En conformidad con ello, se dispuso:

Constitúyese la Comisión de Control de Cambios bajo la presidencia del Ministro de Hacienda de la Nación e integrada por el Presidente del Banco de la Nación Argentina y tres miembros designados por el Poder Ejecutivo (...), de los cuales representarán la Asociación Bancaria Argentina, dos miembros propuestos por su Presidente.

Los negocios de compra-venta de cambio extranjero serán efectuados exclusivamente en los Bancos de la capital Federal que la Comisión de Control de Cambios autorice al efecto. Ninguna persona, firma o entidad podrá realizar operaciones directas de compra o venta de cambio sino con los mencionados cambios.

La Comisión de Control de Cambios fijará diariamente los tipos para la compra y venta de cambios.

Los exportadores y agencias o representantes de casas extranjeras deberán negociar exclusivamente en los Bancos de la Capital Federal autorizados para efectuar el comercio de cambios, las divisas extranjeras equivalentes al valor de los productos, mercaderías o valores exportados.

Las operaciones de exportación deberán hacerse fijando precios exclusivamente en moneda extranjera.

Para obtener cada permiso de embarque, los exportadores deberán presentar en las Aduanas y Receptorías, una declaración jurada en la cual conste la cantidad y

⁴⁰Arnaudo (1987: p. 20).

⁴¹ Decreto del 10/10/1931, en Boletín Oficial de la República Argentina. Lunes 19 de octubre de 1931.

*el valor exportado y la declaración del cambio vendido o el compromiso de venderlo en la forma que establezca la Comisión de Control de Cambios.*⁴²

Como se deduce de tales disposiciones, las finalidades perseguidas en la implementación del control de cambios consistían en asegurar la entrega de las letras por los exportadores e impedir la evasión de capitales. Pero ¿qué aconteció en los hechos?

El tipo fijado por la Comisión de Control de Cambios respondió más o menos a la conjunción de la oferta y la demanda en el mercado de cambios hasta comienzos de 1932; luego, el tipo de cambio quedó sobrevaluado.⁴³ Esta sobrevaluación complicó la rentabilidad de los exportadores e incentivó a los importadores a ingresar mercaderías del exterior sin tener la seguridad de obtener las divisas necesarias para abonarlas. Esto último trajo el problema de los “pesos bloqueados”.

La Comisión, por su parte, respondió estableciendo un régimen de prioridades para el otorgamiento de divisas, a saber: 1) necesidades públicas; 2) materias primas para las industrias nacionales, combustibles para las máquinas de transporte, luz y fuerza, y artículos indispensables para el consumo; 3) pequeñas transferencias de inmigrantes, envíos a residentes en el extranjero, y necesidades de viajeros; 4) mercaderías no imprescindibles; y 5) cancelación o amortización de deudas anteriores.⁴⁴ Empero, ello no solucionaba el problema de la sobrevaluación del peso y el consecuente problema de los pesos bloqueados.

Así pues, el 10 de noviembre de 1933 se promulgó el Decreto 31.130, que dio inicio a la segunda etapa de control. El elemento principal que introdujo esta normativa fue el permiso previo de importación. Con respecto a esto, en los considerandos se decía:

Que los importadores realizan actualmente sus pedidos de mercaderías sin conocer si podrán o no obtener oportunamente el cambio necesario para su pago, lo que se traduce para ellos en perjuicios diversos, si llega el caso de no poder despacharse favorablemente los respectivos permisos;

Que es evidente conveniencia evitar a los importadores dificultades innecesarias, dándoles la posibilidad de obtener los permisos de cambio antes de que se efectúen los pedidos de mercaderías al exterior, graduando dichos permisos según sean las perspectivas de cambio disponible, sin perjuicio de los reajustes a que hubiere lugar posteriormente;

*Que los permisos previos de cambio se proponen dar a los importadores la seguridad de poder tener acceso al cambio disponible una vez efectuadas las importaciones, seguridad de que carecen actualmente.*⁴⁵

En consecuencia, se dispuso:

Queda facultada la Comisión de Control de Cambios, para otorgar permisos previos de cambio a los importadores que los requiriesen antes de efectuar sus pedidos de mercaderías al exterior.

⁴²Idem nota 38

⁴³Prebisch, citado en Prados Arrarte (1944)

⁴⁴Memoria del Ministerio de Hacienda de la Nación, año 1932, tomo I. página 70; citado en Prados Arrarte (1944: p. 75)

⁴⁵ Decreto del 10/11/1933, en Boletín Oficial de la República Argentina. Martes 14 de Noviembre de 1933

Al declarante las Aduanas o Receptorías la importación de mercaderías, los importadores presentarán, junto con los documentos de práctica, el permiso previo de cambio y un ejemplar de la factura comercial visada por los Agentes Consulares en el extranjero, quienes tomarán las providencias necesarias para la certificación del valor expresado en la misma.

Las aduanas o receptorías respectivas dejarán constancia detallada en cada permiso de cambio, de la importación de la mercadería y otorgarán al importador un certificado, en el que conste su introducción a plaza, sin el cual no podrán presentarse a obtener el cambio correspondiente.⁴⁶

Este decreto fue complementado con el 31.864 del 28 de noviembre de 1933. Por este último, se establecían dos tipos de cambio: uno comprador y otro vendedor. Por el primero, los exportadores estarían obligados a vender sus divisas. El segundo:

*“(...) sería el resultante de licitaciones entre los importadores, cuyas propuestas recopilaría diariamente la Oficina de Control de Cambios⁴⁷, en orden decreciente de precios, adjudicando a cada ofertante la cantidad solicitada de cambio, dentro de las sumas disponibles, una vez apartadas las divisas necesarias para el pago de los servicios de la deuda pública, remesas oficiales a los diplomáticos argentinos en el extranjero y transferencias, cobranzas, etc., inferiores a m\$*n*. 1.000.”⁴⁸*

El decreto además estipulaba la creación de un mercado totalmente libre, en el cual no se exigiría permisos previos ni documentación de ningún tipo. En este mercado, “podrían negociarse todas las divisas procedentes de exportaciones <no regulares> y de cualquier otro origen que no fuera las ventas regulares de mercaderías al extranjero.”⁴⁹

Ahora bien, como el tipo de cambio comprador se fijaba por debajo del vendedor aparecía una fuente nueva de ingresos para el fisco, denominada “Fondo de Margen de Cambio”. El destino de este Fondo era esencialmente para la financiación de la política agraria del Gobierno⁵⁰ y al pago de los servicios de la deuda externa. Este punto será profundizado en el acápite dedicado el financiamiento del Estado.

4. La Caja de Conversión y la Moneda Doméstica

La Suspensión de la Convertibilidad

La crisis de Balanza de Pagos en 1929 ocasionó una pérdida de reservas de la Caja de Conversión; entre diciembre de 1928 y diciembre de 1929, fue del 14,30%, que derivó, dado el principio de la *Currency School*, en una caída de la base monetaria de la misma magnitud (159,13 millones de pesos papel).

⁴⁶ Decreto de 10/11/1932, Arts. 1 y 2, Boletín Oficial (14 de noviembre de 1932). Es de señalar que los permisos de cambio fueron otorgados de manera prioritaria a quienes efectuaban importaciones desde países con los cuales se habían firmado “acuerdos de compensación” y a quienes remitían dividendos hacia esos países. Para la fecha en que fue sancionado el decreto, sólo se había firmado un acuerdo con Gran Bretaña (el Acuerdo Roca- Runciman del 1 mayo de 1933).

⁴⁷ Esta oficina fue creada por resolución del 25 de noviembre de 1933.

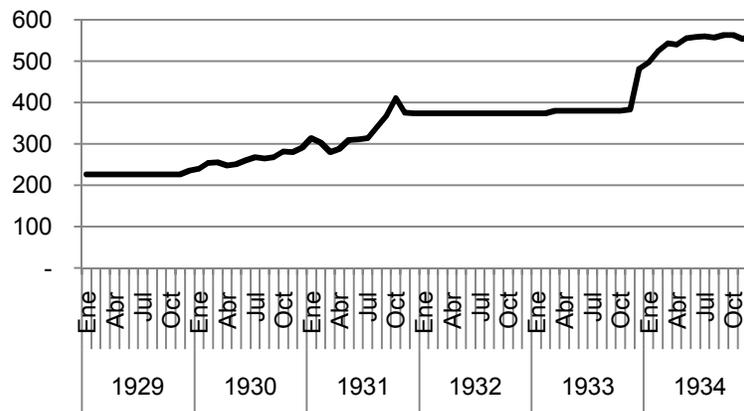
⁴⁸ Prados Arrarte (1944: pp. 84-85)

⁴⁹ Prados Arrarte (1944: p. 85).

⁵⁰ Con respecto a la política agraria, el 28 de noviembre se creó la Junta Reguladora de Granos. Dicho organismo fue creado con el propósito de comprar trigo, maíz y lino a los productores a precios mínimos.

Tras la salida de la convertibilidad en diciembre de 1929, el tipo de cambio asumió un rol importante en la política monetaria llevada adelante por la Caja de Conversión. El gráfico 1 muestra su evolución para todo el período.

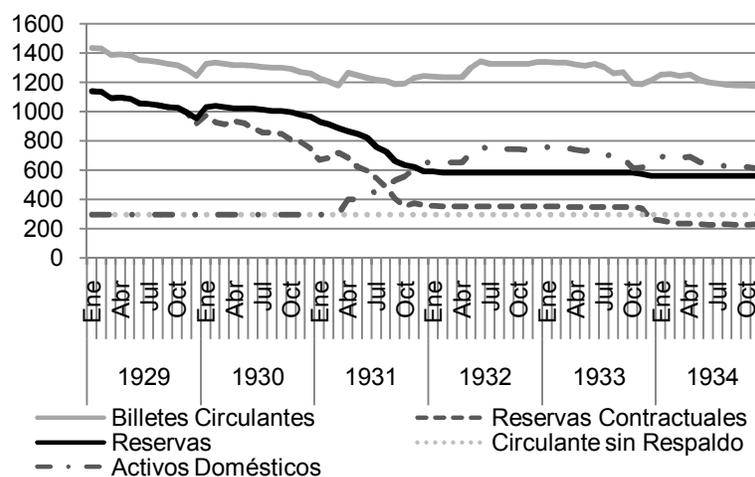
Gráfico 4: Tipo de cambio. Pesos papel por pesos oro



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online)

El aumento del tipo de cambio experimentado a partir de diciembre de 1929 elevó el valor en pesos papel de las reservas de oro, lo que atenuó la caída en la cantidad de billetes circulantes. La magnitud del efecto del tipo de cambio sobre las reservas, se evidencia si se considera cuál hubiera sido el comportamiento de las mismas si el tipo de cambio observado hubiera permanecido constante, al tipo de cambio de paridad. Este ejercicio contrafáctico permite apreciar que: de no haber sido por el aumento del tipo de cambio (que entre diciembre de 1929 y marzo de 1931 se incrementó un 23,5%), la cantidad de billetes habría disminuido 274,71 millones de pesos papel, cuando en realidad cayó 105,84 millones de pesos papel. El siguiente gráfico muestra la evolución de las Reservas, las Reservas Contrafactuales y los billetes circulantes para todo el período; también incluye los activos domésticos.

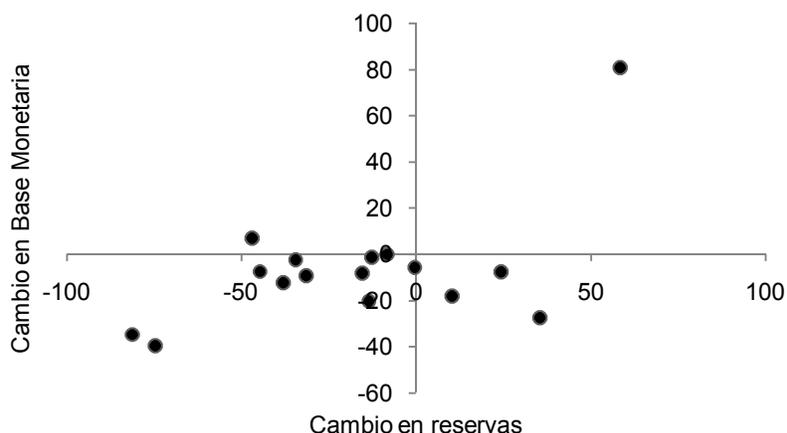
Gráfico 5: Reservas, Reservas ajustadas, circulante y activos domésticos



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online)

A partir de la suspensión de la convertibilidad, el comportamiento de la Caja de Conversión se alejó del prescripto para una caja ortodoxa, ya que los movimientos de los billetes circulantes no reflejaban los cambios exactos en las reservas de oro⁵¹. El siguiente diagrama de dispersión muestra dicha situación. A diferencia del período previo, los cambios en la cantidad de circulante no son respaldados por cambios en la misma dirección y de la misma magnitud en las reservas de oro.

Gráfico 6: Diagrama de dispersión de cambios en billetes circulantes y cambios en reservas contrafactual, millones de pesos papel diciembre 1929 – marzo 1931.



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online)

Por su parte, el siguiente cuadro muestra que la mayor parte de los cambios (50%) corresponde a variaciones negativas de ambas variables, donde la magnitud del cambio en las reservas (en valor absoluto) es mayor que la de los billetes circulantes, lo que refleja que el aumento del tipo de cambio atenuó las variaciones en la cantidad de billetes circulantes.

Cuadro 2: Comportamiento de reservas ajustadas y billetes circulantes, diciembre 1929 – marzo 1931

	$\Delta M > 0$			$\Delta M = 0$	$\Delta M < 0$			N° Obs.
	$\Delta M > \Delta R$	$\Delta M = \Delta R$	$\Delta M < \Delta R$		$\Delta M > \Delta R$	$\Delta M = \Delta R$	$\Delta M < \Delta R$	
$\Delta R > 0$	1	0	0	0	0	0	3	4
$\Delta R = 0$	0	0	0	0	0	0	1	1
$\Delta R < 0$	1	0	0	1	8	0	1	11
N° Obs.	2	0	0	1	8	0	5	16

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online)

Redescuentos

A partir de abril de 1931 la Caja de Conversión comenzó a proveer redescuentos al sistema bancario (que enfrentaba una seria corrida bancaria, como se analizará en el acápite

⁵¹ De aquí en adelante, se considerarán las reservas contrafactuales, ya que se considera necesario aislar el efecto del tipo de cambio sobre dicha variable.

siguiente). La utilización de activos denominados en moneda doméstica como contrapartida de variaciones en los billetes circulantes es otro signo del alejamiento del estándar ortodoxo, y una muestra de que la Caja de Conversión sería la institución encargada de llevar adelante la política monetaria hasta la creación del Banco Central⁵². La primera partida de redescuentos fue de 106,81 millones de pesos papel, y contribuyó a revertir el efecto contractivo que el drenaje de reservas tenía sobre la cantidad de billetes. Tanto el tipo de cambio (que aumentó hasta los 4,11 pesos papel por peso oro), como los redescuentos (que alcanzaron los 264,42 millones de pesos papel) provocaron que, entre abril y octubre de 1931, la cantidad de billetes circulantes aumente 12,57 millones de pesos papel. En este período, las reservas contrafactuales cayeron 367,46 pesos papel.

Por ello, la conjunción de la política de redescuentos y la política cambiaria tuvieron un efecto contracíclico respecto a las reservas, como se puede apreciar en el siguiente cuadro: ante siete meses de caída en las reservas contrafactuales, la cantidad de circulante aumentó en dos casos y en los cinco que disminuyó, lo hizo en una magnitud menor (en valor absoluto) a la caída de las reservas.

Cuadro 3: Comportamiento de reservas ajustadas y billetes circulantes, abril 1931 – octubre 1931

	$\Delta M > 0$			$\Delta M = 0$	$\Delta M < 0$			N° Obs.
	$\Delta M > \Delta R$	$\Delta M = \Delta R$	$\Delta M < \Delta R$		$\Delta M > \Delta R$	$\Delta M = \Delta R$	$\Delta M < \Delta R$	
$\Delta R > 0$	0	0	0	0	0	0	0	0
$\Delta R = 0$	0	0	0	0	0	0	0	0
$\Delta R < 0$	2	0	0	0	5	0	0	7
N° Obs.	2	0	0	0	5	0	0	7

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online)

La primera etapa de control de cambios

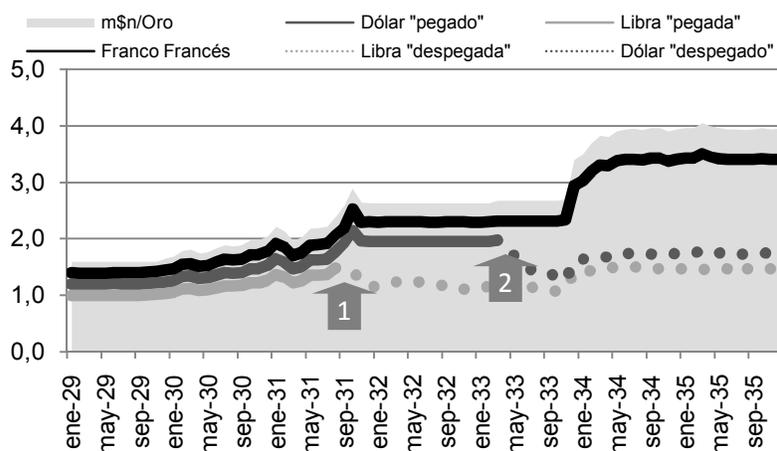
Con la salida de Gran Bretaña del patrón oro, se observa una “fijación” del tipo de cambio al dólar⁵³, visible en el gráfico 7; donde el peso se revalúa respecto a la libra y su comportamiento respecto al oro se “pega” al del dólar y del franco (Punto 1).

Además, como se indicó en el acápite correspondiente a cambios institucionales, en octubre de 1931 se instauró la primera etapa del control de cambios, de la mano del decreto 1060 del 10 de octubre de 1931.

⁵² Esta Política Monetaria estaría al “servicio” del sistema bancario y del Estado.

⁵³ “Cuando se recibieron las noticias del abandono del patrón oro en el Reino Unido, el presidente del Banco de la Nación convocó a los directores de Bancos y se acordó sujetar el peso al dólar” Prados Arrarte (1944)

Gráfico 7: Comportamiento de los diferentes tipos de cambio. Índice base ene-29

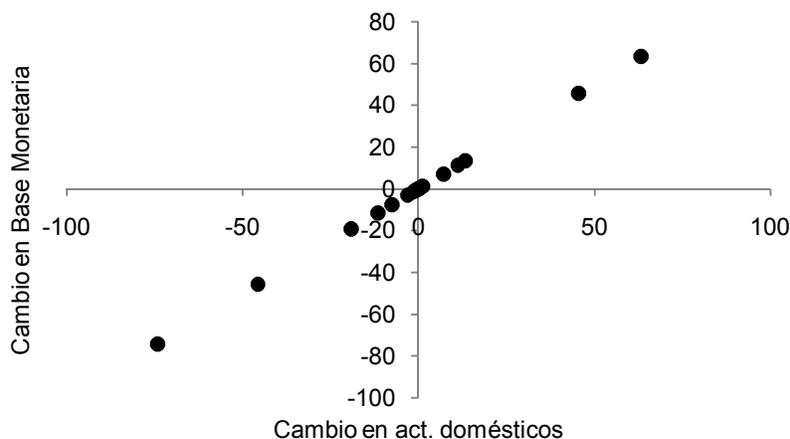


Nota: El gráfico muestra: en la superficie sombreada en gris, la relación entre el peso moneda nacional y el peso oro. La línea sólida gris clara (luego puntuada) muestra la relación entre el peso y la libra [Libra "pegada" y Libra "despegada"]. La línea gris oscura (luego puntuada), representa la relación entre el peso y el dólar [Dólar "pegado" y Dólar "despegado"]. Por último, la línea negra es la relación entre el peso y el Franco Francés. Todas las series están expresadas en índices con base enero de 1929, pero se muestran en diferentes niveles para observar mejor los cambios.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online). Diseño de gráfico basado en Gerchunoff, "El turbulento inicio de los treinta".

Con las nuevas reglas del juego, la Caja de Conversión debió llevar adelante la política monetaria con menos grados de libertad. En marzo de 1932, finalmente las reservas contrafactuales se estabilizan en 353,88 millones de pesos papel, con un tipo de cambio de 3,75 pesos papel por peso oro. Esto implicó que entre marzo de 1932 y octubre de 1933, los cambios en la cantidad de billetes circulantes fueran explicados exclusivamente por las variaciones en los activos domésticos, como puede verse en el gráfico 8.

Gráfico 8: Diagrama de dispersión de cambios en billetes circulantes y cambios en activos domésticos, millones de pesos papel marzo 1932 – octubre 1933



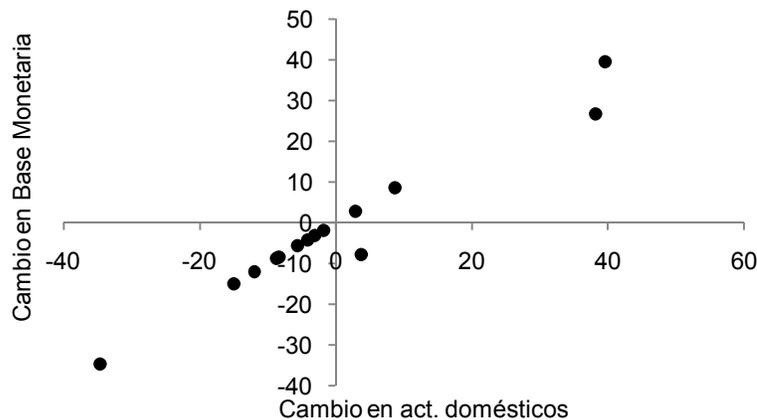
Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online)

El aumento en la cantidad de billetes circulantes en los meses de mayo y junio de 1932 (108.91 millones de pesos papel) se debió a la instrumentación del Empréstito Patriótico (que alcanzó los 170 millones de pesos papel en junio de 1932, utilizados para financiar al estado (como se verá en el apartado 6) y a la devolución de 80,25 millones de pesos papel en los redescuentos, lo que era un signo de que el sistema bancario comenzaba a recuperarse. Entre marzo de 1932 y octubre de 1933 la cantidad de billetes cayó 139,28 millones de pesos papel, debido a que la mayor parte de los redescuentos otorgados al sistema bancario fueron devueltos: de 359,39 millones de pesos papel en marzo de 1932 (máximo de la serie) se pasó a 162,94 millones en octubre de 1933.

Segunda etapa de control de cambios

Como se indicó en el apartado correspondiente, a partir de noviembre de 1933 se inicia la segunda etapa del control de cambios. De la mano de los nuevos cambios institucionales, el tipo de cambio subió. Entre noviembre de 1933 y marzo de 1934 lo hizo un 42% (9% promedio mensual), el aumento más pronunciado de todo el período 1929-1934. En esta etapa, las reservas contrafactuales alcanzaron el mínimo global de la serie (226,00 millones de pesos papel) en septiembre de 1934, mes en el cuál el tipo de cambio observado alcanzó el máximo global (5,64 pesos papel por unidad de oro). A pesar de la caída de las reservas, en esta última etapa la cantidad de billetes siguió el patrón establecido por los activos domésticos debido a que dichas caídas en las reservas fueron compensadas con aumentos en el tipo de cambio (véase gráfico 5), como puede apreciarse en el siguiente diagrama de dispersión.

Gráfico 9: Diagrama de dispersión de cambios en billetes circulantes y cambios en activos domésticos, millones de pesos papel noviembre 1933 – diciembre 1934



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online)

Esta última etapa muestra que predominaron las disminuciones en la cantidad de billetes circulantes, respaldada por la devolución de redescuentos y la leve disminución del crédito al Estado.

5. El Banco de la Nación Argentina y el Resto de los Bancos

Corrida Bancaria

En los años de la Gran Depresión, el público en Argentina nuevamente (como lo había hecho en 1914) acudió a la ventanilla de los bancos a retirar sus depósitos. El Cuadro 4 muestra la pérdida de depósitos –medida por la tasa de crecimiento-, que experimentó el sistema entre 1929 y 1934.

En el año 1929, cuando tuvo lugar el *crac* de Wall Street, el Banco de la Nación fue el que registró la mayor pérdida (total anual) de depósitos (4,9%), seguida más atrás por los Otros Bancos Nacionales (1,4%). Los Bancos Extranjeros, por su parte, exhibieron un crecimiento neto del 4,1%. De ello, se desprende que el retiro de los depósitos se dio –de manera más acentuada- en las entidades nacionales y, en particular, en el Banco de la Nación.

En 1930, la situación se alivió. La pérdida total anual de depósitos del Banco de la Nación se redujo a un 1,7% y la de los otros Bancos Nacionales a un 0,9%. Los Bancos Extranjeros continuaron exhibiendo un crecimiento del 12,8%.

Empero, con el impacto que provocó en los mercados internacionales la salida de Gran Bretaña del Patrón Oro en 1931, el público en la Argentina enfatizó su retiro de depósitos del sistema bancario. Las caídas en los depósitos en el año fueron: 10,2% para el Banco de la Nación; 10% para los otros Bancos Nacionales; 7,5% para los Extranjeros; y 9,5% para el sistema como un todo. Recordemos que fue en 1931 cuando la política monetaria argentina hizo su paso a la heterodoxia después de 40 años de ortodoxia. Específicamente, la Caja de Conversión comenzó a crear base monetaria a través de operaciones de redescuentos a partir del mes de abril. ¿Habrá sido el retiro de depósitos la causa del paso a la heterodoxia?

Para el año 1932, la situación mejoró. El único grupo de entidades que registró salida de depósitos fue el de los Bancos Nacionales -excluido el Nación-; dicha pérdida fue casi la mitad que la del año anterior (5,2%).

En los años 1933 y 1934, el sistema bancario como un todo exhibió una pérdida de depósitos del 0,4% y 2,4%, respectivamente. Lo importante a resaltar de estos años fue el cambio del comportamiento del público en relación a los Bancos Extranjeros; las mayores pérdidas de depósitos se registraron en estas entidades: 8,5% y 10,1% respectivamente.

Cuadro 4. Tasas de crecimientos anuales y trimestrales de los depósitos, 1929- 1934

	Banco Nación	Bcos. Nacionales	Bcos. Extranjeros	Total de Bancos
1929 (total)	-4,9%	-1,4%	4,1%	-1,9%
I Trim 1929	0,1%	-4,7%	5,6%	-0,6%
II Trim 1929	-0,5%	6,2%	-1,0%	1,8%
III Trim 1929	-2,1%	-0,5%	0,1%	-1,1%
IV Trim 1929	-2,5%	-2,1%	-0,5%	-2,0%
1930 (total)	-1,7%	-0,9%	12,8%	1,5%
I Trim 1930	0,2%	-1,1%	4,8%	0,7%
II Trim 1930	-1,9%	-0,8%	1,8%	-0,7%
III Trim 1930	0,4%	0,1%	3,1%	0,9%
IV Trim 1930	-0,4%	0,9%	2,5%	0,7%
1931 (total)	-10,2%	-10,0%	-7,5%	-9,5%
I Trim 1931	-2,9%	-1,0%	1,7%	-1,1%
II Trim 1931	0,1%	-3,5%	-5,5%	-2,5%
III Trim 1931	-5,3%	-2,8%	-1,2%	-3,5%
IV Trim 1931	-2,5%	-3,1%	-2,6%	-2,7%
1932 (total)	3,4%	-5,2%	0,2%	-0,4%
I Trim 1932	-1,3%	-1,3%	0,1%	-1,0%
II Trim 1932	4,7%	-2,8%	-5,1%	-0,3%
III Trim 1932	3,3%	-1,0%	3,7%	1,9%
IV Trim 1932	-3,2%	-0,1%	1,8%	-1,0%
1933 (total)	5,1%	-1,7%	-8,5%	-0,4%
I Trim 1933	-0,2%	-0,3%	1,9%	0,2%
II Trim 1933	1,2%	-1,0%	-0,1%	0,1%
III Trim 1933	0,5%	0,4%	-1,4%	0,0%
IV Trim 1933	3,6%	-0,8%	-8,8%	-0,8%
1934 (total)	-2,2%	2,2%	-10,1%	-2,4%
I Trim 1934	-2,5%	3,8%	-1,0%	0,0%
II Trim 1934	0,4%	-0,3%	-2,0%	-0,3%
III Trim 1934	0,8%	0,0%	-4,0%	-0,5%
IV Trim 1934	-0,9%	-1,3%	-3,5%	-1,6%

Nota: Total de Bancos es calculado como la suma del Banco de la Nación, Bancos Nacionales (excluido Banco de la Nación) y Bancos Extranjeros.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online)

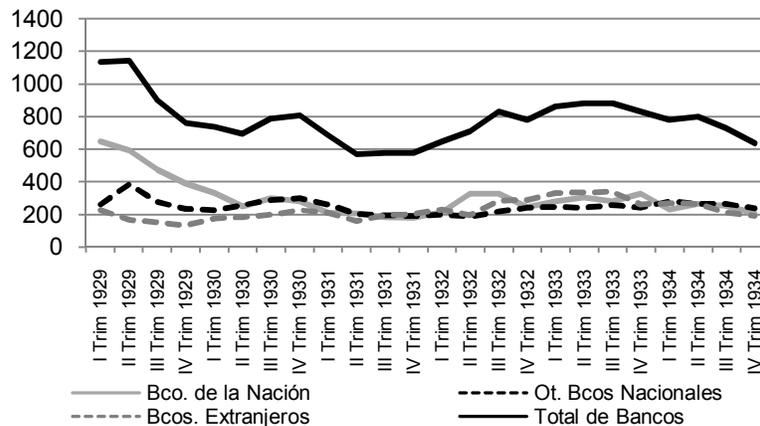
En síntesis, las entidades bancarias sufrieron una salida lenta y continua de sus depósitos en los años de la Gran Depresión. Entre 1929 y 1931, la corrida se centró fundamentalmente en el Banco de la Nación y en los otros Bancos Nacionales, cuyas pérdidas totales fueron de 16% y 8% respectivamente. En 1932, los más afectados fueron los otros Bancos Nacionales (-5,2%). Y, en 1933-1934, la corrida se desplazó hacia los Bancos Extranjeros, cuya pérdida fue del 19,3%.

Se observa ahora cuál fue el nivel de liquidez⁵⁴ que registró el sistema bancario en estos años (1929- 1934). Como era de imaginar, el nivel de liquidez fue cayendo frente a la salida de depósitos. Para el total del sistema, el nivel mínimo se alcanzó en el II trimestre de 1931, fecha ésta que coincide con la puesta en práctica de las leyes de Redescuentos; la caída fue del

⁵⁴El nivel de liquidez es definido como la disponibilidad de efectivo en las bóvedas en el período anterior más el incremento de los depósitos en el período actual.

53,6% desde el I trimestre de 1929 hasta el mínimo. Para el Banco de la Nación, el nivel mínimo se alcanzó en el IV trimestre de 1931 y la caída fue del 72,03%. En el caso de los otros Bancos Nacionales el descenso llegó hasta el II trimestre de 1932, siendo la caída del 50,58%. Para los Bancos Extranjeros, el comportamiento del nivel de liquidez fue distinto: alcanzó un mínimo en el IV trimestre de 1929 y un máximo en el III de 1933. Como puede apreciarse, el Banco de la Nación fue la entidad más afectada durante la Gran Depresión. (Véase Gráfico 10)

Gráfico 10. Nivel de Liquidez, 1929- 1934

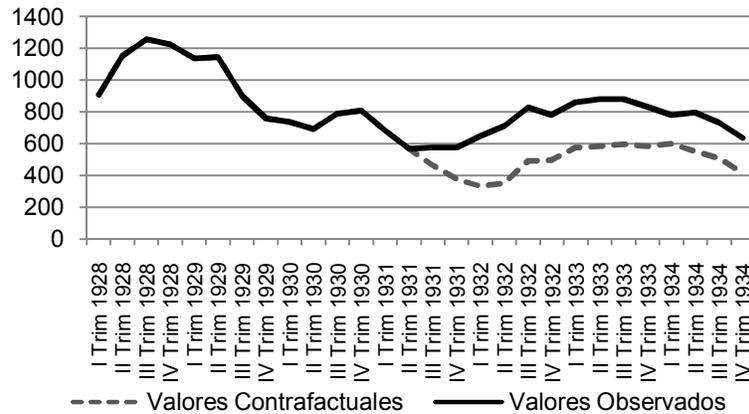


Notas: Expresado en millones de pesos moneda nacional. Total de Bancos es calculado como la suma del Banco de la Nación, Bancos Nacionales (excluido el Banco de la Nación) y Bancos Extranjeros.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online)

Cabe preguntarse ahora: ¿cuál hubiera sido el nivel de liquidez del sistema de no haberse puesto en vigencia las leyes de Redescuentos?. El Gráfico 11 muestra dicho nivel observado y un nivel contrafactual para el Total del Sistema. Como puede verse, de no haber comenzado la Caja de Conversión con las operaciones de redescuentos en abril de 1931, el descenso de este indicador hubiera seguido un año más (hasta el I trimestre de 1932). Además, el mismo hubiera sido significativamente menor. El Cuadro 5 revela que, de acuerdo a la prueba de diferencia de medias, se rechaza la hipótesis nula de que las medias de los valores observados y contrafactuales sean iguales con un nivel de significación del 5%. Con un T observado menor a cero, se concluye que la media del nivel observado es significativamente mayor que la del nivel contrafactual.

Gráfico 11. Nivel de Liquidez Total de Bancos (valores observados y contrafactuales), 1929- 1934



Notas: Expresado en millones de pesos moneda nacional. Total de Bancos es calculado como la suma del Banco de la Nación, Bancos Nacionales (excluido el Banco de la Nación) y Bancos Extranjeros. Para obtener los valores contrafactuales, se restó a las reservas los redescuentos.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online)

Cuadro 5. Nivel de Liquidez (valores observados y contrafactuales).

Prueba de Diferencia de Medias, 1931- 1934

Nivel de Liquidez	N	Estadística Descriptiva			Test S-W (P-Value)	Test F (P-Value)	Test T (P- Value)
		Media	D.E.	CV (%)			
Contrafactual	14	495,340	94,201	19,017	0,86 (0,052)	0,77	-6,69
Observado	14	750,368	107,176	14,283	0,88 (0,099)	(0,649)	(<0,0001)

Nota: Test S-W: corresponde al Test Shapiro-Wilk.H_0: La muestra fue extraída de población con distribución Normal. Test F.H_0: Las muestras fueron extraídas de poblaciones con varianza homogénea. Test T H_0: Las muestras fueron extraídas de poblaciones con igual media. Se presenta el Estadístico T observado con la corrección de Satterthwaite para varianzas heterogéneas.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online)

De este modo, podemos sugerir que el paso de la política monetaria argentina de la ortodoxia a la heterodoxia -a través de la puesta en práctica de las operaciones de redescuentos- estuvo asociado a la caída del nivel de liquidez que experimentó el sistema bancario; esta caída, a su vez, fue estimulada por la salida de depósitos.

Los depósitos

Los depósitos “reales”⁵⁵ en la Gran Depresión muestran un comportamiento distinto a períodos anteriores. Las series exhiben una leve tendencia descendente hasta el año 1932 (enero para el Banco de la Nación y junio para el Resto de los Bancos) y luego una ascendente hasta el final del período (véase Gráfico 12, líneas sólidas⁵⁶). Este cambio de pendiente no sólo está asociado al comportamiento de los depósitos en términos nominales, sino también al de la

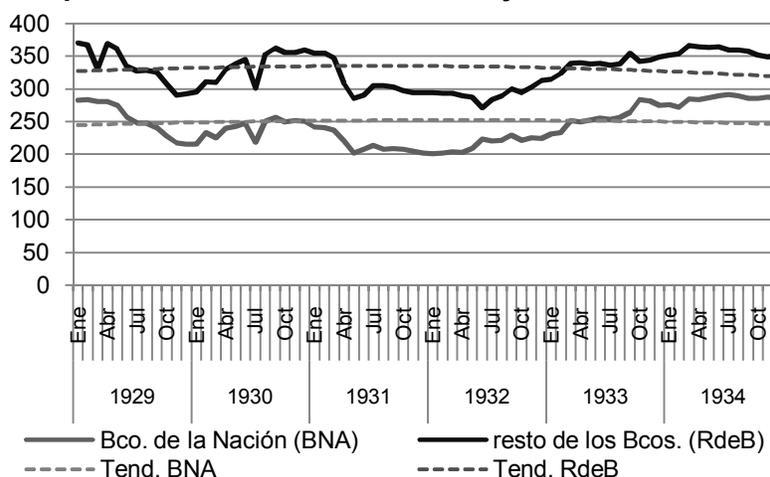
⁵⁵ Depósitos nominales deflactados por la tasa de interés

⁵⁶ Las líneas punteadas representan una tendencia global para el período 1908-1934, utilizada para estimar la variabilidad de los depósitos. No representan la tendencia particular del período 1929-1934.

tasa de interés. Ésta subió un 24% entre enero y diciembre de 1929, alcanzó el máximo en mayo de 1931, luego se estabilizó y comenzó a descender a partir de agosto de 1932.⁵⁷

En la fase descendente, la caída de los depósitos en términos reales fue del 10,8% promedio anual para el Banco de la Nación, acompañada de una variabilidad del 27,05%⁵⁸ (la segunda más alta de todos los períodos). Para el Resto de los Bancos, la caída fue un poco más suave -del 7,3%- y la variabilidad del 30,34% (la segunda también más alta de todos los períodos). En la fase ascendente, el crecimiento fue del 7,1% para el Banco de la Nación, acompañado de una variabilidad del 32,35% (la más alta de todos los períodos); y para el Resto de los Bancos fue del 6,7% y 27,93%, respectivamente. Como claramente se deduce, el crecimiento de los depósitos en esta segunda fase no alcanzó a compensar la pérdida en la primera. Además, a lo largo del período la variabilidad de los depósitos del Banco Nación, como así también la del resto de los bancos, fue alta en comparación con los períodos anteriores, lo que refleja la inestabilidad experimentada por el sistema a partir de 1929.

Gráfico 12. Depósitos del Banco de la Nación y del Resto de los Bancos, 1929-1934



Nota: Nota: Los depósitos están deflactados por la tasa de interés y expresados en millones de pesos moneda nacional.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online)

Liquidez

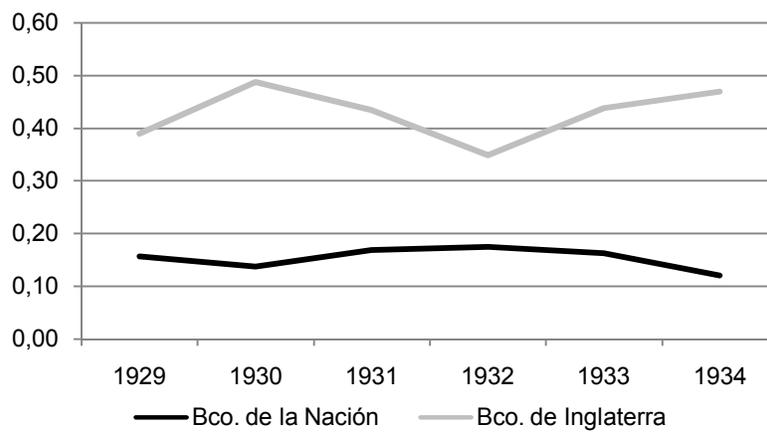
El ratio reservas a depósitos (liquidez) del Banco de la Nación cayó un 53,89% en 1928-1929, sin lograr recuperar esta pérdida en los años siguientes. El valor medio descendió a un 15,35% entre 1929 y 1934; el más bajo registrado de todos los períodos. Tal comportamiento contrasta con el del Banco de Inglaterra. El ratio reservas a depósitos de esta entidad continuó su ascenso, que había comenzado en los años veinte, alcanzando un valor medio de un 43%. Este valor resultó cercano al registrado en el período del Patrón Oro (1908-1913). De este modo, la posición de liquidez del Banco de la Nación claramente cambió con la Gran Depresión: no sólo se debilitó con respecto al pasado, sino también con respecto a la del Banco de Inglaterra. La prueba de diferencias de media confirma esta última afirmación: existe una

⁵⁷Véase Gómez (2015).

⁵⁸Para analizar la variabilidad de los depósitos en este período, se estimó una tendencia "general" de cada serie, para el período 1908-1934. De esta manera, la "variabilidad" corresponde a la desviación estándar de las series de diferencia entre los valores observados y dicha tendencia general.

diferencia significativa a favor del Banco de Inglaterra; por lo tanto, se rechaza la hipótesis nula de que las medias de los ratios de los dos Bancos sean iguales con un nivel de significación del 5%. (Véanse Gráfico 13 y Cuadro 6)

**Gráfico 13. Ratio Reservas a Depósitos del Banco de la Nación
(Comparación con el Banco de Inglaterra), 1929-1934.**



Fuente: Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online) y Mitchell (1962)

**Cuadro 6. Ratio Reservas a Depósitos del Banco de la Nación
(Comparación con el Banco de Inglaterra) 1929-1934**

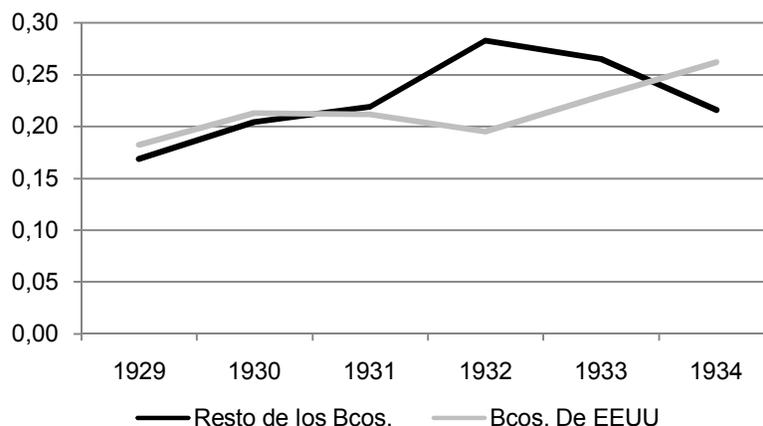
Variable	N	Estadística Descriptiva			Test S-W (P-Value)	Test F (P-value)	Test T (P-value)
		Media	D.E.	CV (%)			
Banco Nación	6	0,1535	0,0204	13,256	0,91(0,472)	0,16	-12,16
Banco Inglaterra	6	0,4277	0,0513	12,003	0,95(0,747)	(0,063)	(<0,001)

Nota: Test S-W: corresponde al Test Shapiro-Wilk.H_0: La muestra fue extraída de población con distribución Normal. Test F.H_0: Las muestras fueron extraídas de poblaciones con varianza homogénea. Test T H_0: Las muestras fueron extraídas de poblaciones con igual media. Se presenta el Estadístico T observado con la corrección de Satterthwaite para varianzas heterogéneas.

Fuente: Elaboración propia en base a Gómez (por publicar online) y Mitchell (1962)

La situación para el Resto de los Bancos aparentemente no resultó tan grave como para el Banco de la Nación. El ratio reservas a depósitos enfrentó una caída del 24,55% en 1928-1929, logrando recuperarse en parte en los años siguientes. El valor medio alcanzó el 23%, un punto porcentual menos que el período inmediatamente anterior. Por su parte, el ratio medio de los Bancos de EEUU (22%) ascendió dos puntos porcentuales respecto al período previo, logrando acercarse al promedio correspondiente al Resto de los Bancos. Estos comportamientos opuestos de los dos sistemas llevaron a que la brecha entre los indicadores de liquidez, que existió desde los inicios del período estudiado a favor de los Bancos argentinos, se desvaneciera en los primeros años de la Gran Depresión. El test de diferencia de medias confirma lo expresado: no se rechaza la hipótesis nula de que las medias de los ratios de ambos sistemas sean iguales con un 95% de confianza. (Véanse Gráfico 14 y Cuadro 7.)

**Gráfico 14. Ratio Reservas a Depósitos del Resto de los Bancos
(Comparación con los Bancos de EEUU), 1929-1934**



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online) y Federal Reserve Board (1959)

**Cuadro 7. Ratio Reservas a Depósitos del Resto de los Bancos
(Comparación con los Bancos de EEUU), 1929-1934**

Variable	N	Estadística Descriptiva			Test S-W (P-Value)	Test F (P-value)	Test T (P-value)
		Media	D.E.	CV (%)			
Resto de Bcos.	6	0,2260	0,0415	18,378	0,94(0,736)	2,22	0,50
Bcos. De EEUU	6	0,2157	0,0279	12,932	0,96(0,821)	(0,403)	(0,6248)

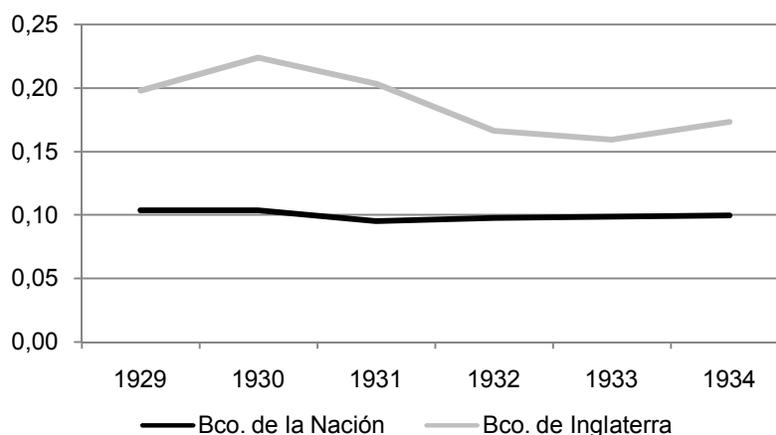
Nota: Test S-W: corresponde al Test Shapiro-Wilk. H₀: La muestra fue extraída de población con distribución Normal. Test F. H₀: Las muestras fueron extraídas de poblaciones con varianza homogénea. Test T H₀: Las muestras fueron extraídas de poblaciones con igual media. Se presenta el Estadístico T observado con la corrección de Satterthwaite para varianzas heterogéneas.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online) y Federal Reserve Board (1959)

Solvencia

La solvencia del Banco de la Nación cayó con la Gran Depresión (como lo venía haciendo en períodos anteriores): la razón capital a préstamos alcanzó un valor del 9,9% promedio; el más bajo registrado desde 1908. Tal comportamiento contrasta con el del Banco de Inglaterra; éste continuó mejorando su posición de solvencia, alcanzando una razón promedio (18,7%) mayor a la exhibida durante la Primera Guerra Mundial y los años veinte. Todo ello llevó a que el debilitamiento del Banco de la Nación en relación al Banco de Inglaterra, que había comenzado en la segunda mitad de los veinte, aumentara (la brecha más que se duplicó) durante la Gran Depresión. En concordancia con ello, la prueba de diferencia de medias muestra que se rechaza la hipótesis nula de que las medias de los ratios capital a préstamos sean iguales con un nivel de significación del 5%; existe una diferencia significativa entre las medias de los ratios del Banco Nación (9,9%) y del Banco de Inglaterra (18,7%) a favor de este último. (Véanse Gráfico 15 y Cuadro 8.)

Gráfico 15. Ratio Capital a Préstamos del Banco de la Nación (Comparación con el Banco de Inglaterra), 1929-1934



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online) y Mitchell (1962)

Cuadro 8. Ratio Capital a Préstamos del Banco de la Nación (Comparación con el Banco de Inglaterra), 1929- 1934

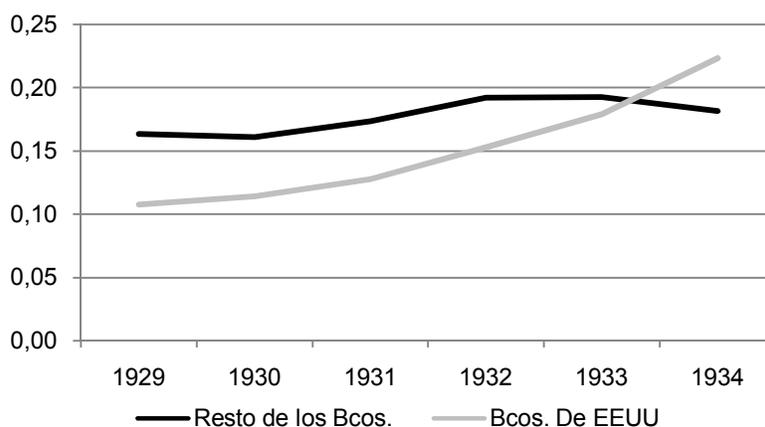
Variable	N	Estadística Descriptiva			Test S-W (P-Value)	Test F (P-value)	Test T (P-value)
		Media	D.E.	CV (%)			
Banco Nación	6	0,0993	0,0033	3,323	0,9(0,456)	0,02	-8,54
Banco Inglaterra	6	0,1872	0,0250	13,355	0,92(0,553)	(<0,001)	(<0,001)

Nota: Test S-W: corresponde al Test Shapiro-Wilk.H₀: La muestra fue extraída de población con distribución Normal. Test F.H₀: Las muestras fueron extraídas de poblaciones con varianza homogénea. Test T H₀: Las muestras fueron extraídas de poblaciones con igual media. Se presenta el Estadístico T observado con la corrección de Satterthwaite para varianzas heterogéneas.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online) y Mitchell (1962)

Por su parte, el ratio capital a préstamos del Resto de los Bancos mostró una continuidad respecto a los últimos años, mientras EEUU respondió a la Gran Depresión aumentando el ratio (15,1% promedio). En efecto, el crecimiento de los primeros fue de sólo 10,85%, en tanto que el de los segundos fue del 107,62%. Esto llevó a que la posición de solvencia del Resto de los Bancos, que venía desde el inicio ubicándose por encima de la de los Bancos de EEUU, se revirtiera en el último año bajo estudio (1934). Por último, dado estos cambios de comportamiento, la prueba de diferencia de medias arroja el resultado siguiente: no existe diferencia significativa entre las medias de los ratios del Resto de los Bancos (17,7%) y de los Bancos de EEUU (15,1%) para el período 1929-1934; por lo tanto, no se rechaza la hipótesis nula de que las medias sean iguales con un 95% de confianza. (Véanse Gráfico 16 y Cuadro 9)

Gráfico 16. Ratio Capital a Préstamos del Resto de los Bancos (Comparación con los Bancos de EEUU), 1929-1934



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online) y Federal Reserve Board (1959)

Cuadro 9. Ratio Capital a Préstamos del Resto de los Bancos (Comparación con los Bancos de EEUU), 1929- 1934

Variable	N	Estadística Descriptiva			Test S-W (P-Value)	Test F (P-value)	Test T (P-value)
		Media	D.E.	CV (%)			
Resto de Bcos.	6	0,1775	0,0137	7,718	0,86(0,248)	0,10	1,42
Bcos. De EEUU	6	0,1507	0,0443	29,396	0,91 (0,472)	(0,022)	(0,2067)

Nota: Test S-W: corresponde al Test Shapiro-Wilk.H_0: La muestra fue extraída de población con distribución Normal. Test F.H_0: Las muestras fueron extraídas de poblaciones con varianza homogénea. Test T H_0: Las muestras fueron extraídas de poblaciones con igual media. Se presenta el Estadístico T observado con la corrección de Satterthwaite para varianzas heterogéneas.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online) y Federal Reserve Board (1959)

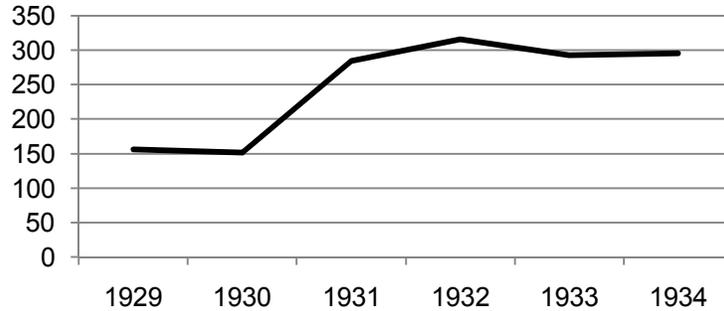
Redescuentos

A partir de 1929, los redescuentos del Banco de la Nación al Resto de los Bancos mostrarían un crecimiento. De 156,20 millones de pesos moneda nacional en 1929, pasaron a 284,80 en 1931. Luego, alcanzaron un máximo de 315,90 en 1932 y descendieron a 295,20 en 1934 (véase Gráfico 17). Es de resaltar que, a partir de abril de 1931, los redescuentos no se trataron de préstamos inter-bancario completamente (es decir, préstamos del Banco de la Nación al Resto de los Bancos); el dinero del préstamo provenía (casi) en su totalidad de la Caja de Conversión. Para diciembre de 1931, el 100% de los redescuentos vinieron de la Caja; en 1932 el 94%; en 1933, el 71%; en 1934, el 58%.

En cuanto a la importancia de los redescuentos en las reservas, ésta aumentó de manera sorprendente: había sido del 18% en 1928, subieron al 40,94% en 1929, treparon al 60,94% en 1931 y llegaron al 70,31% en 1934. ¿Cuál hubiera sido la razón reservas a depósitos de no haber existido los redescuentos?. Para estudiar esto, se recurre al ratio de liquidez contrafactual (que surge de restar los redescuentos de las reservas bancarias). La brecha inicial entre el ratio observado y el contrafactual, que fue de 6,9 puntos porcentuales, se ensanchó hasta alcanzar 15,19 puntos porcentuales en 1934. La prueba de diferencia de medias arroja resultados acorde a lo expresado: con un nivel de significación del 5%, se rechaza la hipótesis nula de que los ratios observado y contrafactual sean iguales; el ratio observado (23%) es significativamente superior en promedio al contrafactual (11%). (Véanse

Gráfico 18 y Cuadro 10). Es decir, de no haber existido los redescuentos el ratio de liquidez del Resto de los Bancos hubiera caído al 11%.

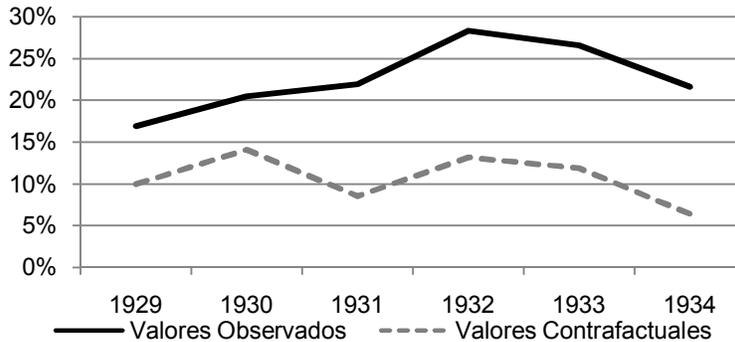
Gráfico 17. Redescuentos del Banco de la Nación Argentina al Resto de los Bancos, 1929- 1934



Nota: Los redescuentos corresponden a diciembre de cada año y están expresados en millones de pesos moneda nacional.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online)

Gráfico 18. Ratio Reservas a Depósitos del Resto de los Bancos (Valores Observado y Contrafactual), 1929-1934



Nota: Para este ejercicio contrafactual, la razón reservas a depósitos fue calculada con cifras correspondientes a diciembre de cada año. Para obtener los valores contrafactuales, se restó a las reservas los redescuentos.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online)

Cuadro 10. Ratio Reservas a Depósitos del Resto de los Bancos (Valores Observado y Contrafactual), 1929-1934

Reservas a Depósitos	N	Estadística Descriptiva			Test S-W (P-Value)	Test (P-Value)	Test T. (P-Value)
		Media	D.E.	CV(%)			
Observado	6	0,2260	0,0415	18,364	0,94 (0,736)	0,49	5,76
Contrafactual	6	0,1068	0,0291	27,247	0,95 (0,758)	(0,454)	(0,002)

Nota: Test S-W: corresponde al Test Shapiro-Wilk. H₀: La muestra fue extraída de población con distribución Normal. Test F.H₀: Las muestras fueron extraídas de poblaciones con varianza homogénea. Test T H₀: Las muestras fueron extraídas de poblaciones con igual media. Se presenta el Estadístico T observado con la corrección de Satterthwaite para varianzas heterogéneas.

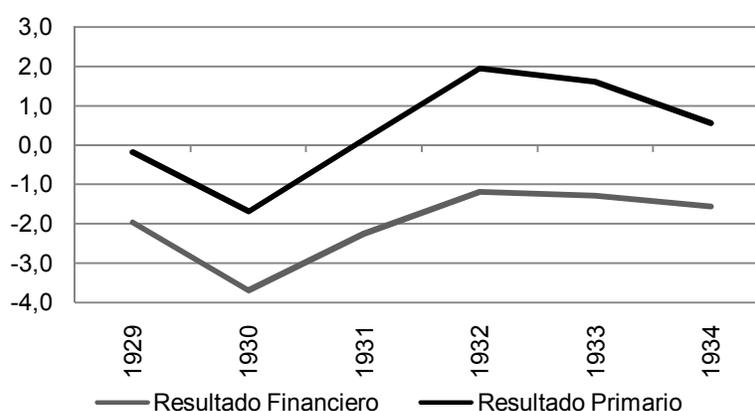
Fuente: Elaboración propia sobre la base de Gómez (por publicar online)

6. El Financiamiento del Estado

La reforma fiscal

Las finanzas públicas argentinas hasta 1929 habían descansado principalmente en la imposición al comercio exterior, especialmente a las importaciones. A partir de la crisis de 1929, las importaciones mostraron un descenso (véase sección 2: “La Gran Depresión y la Balanza de Pagos argentina”). Esta situación provocó una caída en los ingresos y un déficit financiero en la Administración Pública Nacional (APN). El mismo representó un 2 % del PIB en 1929 y llegó a casi 4% el año siguiente (véase gráfico 19).

Gráfico 19: Resultado financiero y primario de la administración pública nacional. Como porcentaje del PIB.



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Ferreres (2005).

Ante esta nueva situación, durante los primeros años posteriores a la Gran Depresión el gobierno tuvo la intención de disminuir el déficit fiscal por diferentes medios. Por el lado de los gastos, el Estado persiguió una mejoría en la eficiencia y en la aplicación de los mismos. En diciembre de 1930, se creó la Comisión de Presupuesto, organismo técnico de consulta, que tenía el objetivo de introducir eficiencia en la administración y en la prestación de servicios públicos. Además, en junio de 1931, se constituyó una Comisión Reguladora de Gastos, a los efectos de someter a los mismos a una fiscalización directa y preventiva por parte del Ministerio de Hacienda. En la misma línea pero casi dos años después, en mayo de 1933, se creó una nueva Comisión con el objetivo de proponer una profunda reforma administrativa, que resuelva los problemas de coordinación, superposición de funciones, relocalización y cesantías de empleados.

Además de estos intentos por “ordenar” el gasto público, se persiguió más activamente la recuperación de la recaudación tributaria. Por este motivo, se introdujo una profunda reforma que orientaba la estructura impositiva hacia una más sustentada en impuestos al consumo y al ingreso. Vale aclarar que, estos tributos se caracterizaban por una alta elasticidad de su recaudación respecto al nivel de actividad, situación que no se daba en los impuestos de base patrimonial⁵⁹.

⁵⁹Este último tipo de tributo tal vez no fue considerado aconsejable, ya que se observaba un alto endeudamiento del sector rural y bajos precios obtenidos por los productos de exportación. No obstante, en 1932 la “Contribución Territorial” presentó

Por decreto del 15 de octubre de 1931, se reglamentó la aplicación del impuesto a las transacciones⁶⁰. Dado que este tributo se caracterizaba por tener un potencial recaudatorio limitado y resultar fuertemente distorsivo, solamente se aplicaría por tres años, y sería eliminado en 1934. Además, por medio de un Acuerdo del 19 de enero de 1932 se creaba, por primera vez en Argentina⁶¹, un impuesto de “emergencia” a los réditos⁶².

Asimismo, se modificaron otros impuestos, tasas y aranceles; mayoritariamente internos, pero también algunos que afectaban al sector externo:

1. *Impuesto sobre los tabacos*
2. *Impuesto sobre los fósforos*
3. *Impuestos internos sobre la nafta*
4. *Modificación de tasas en el impuesto a los perfumes y específicos*
5. *Impuestos internos a las cubiertas*
6. *Impuestos sobre las películas cinematográficas*
7. *Adicional del 10% sobre el valor de tarifa de las importaciones*
8. *Patentes*
9. *Impuestos sobre los movimientos de fondos con el exterior*
10. *Modificaciones en el impuesto de sellos*
11. *Sobretasa a la contribución territorial*
12. *Reforma al régimen fiscal de seguros.*
13. *Tasas para el análisis en las Oficinas Químicas Nacionales*
14. *Derecho a pagar en el Registro de la Propiedad*
15. *Tasas de autorización e inspección de sociedades anónimas*
16. *Arancel de los Boletines Oficiales y Judicial*
17. *Arancel de la Escribanía General de Gobierno*
18. *Tasas para pasaportes y otras documentaciones de identidad nacional y personal, se pagarán los impuestos y tasas que determinan*

Existieron otros intentos por mejorar la situación fiscal que no tuvieron tanta importancia por diversas razones. En octubre de 1932, por ejemplo, se había creado la Junta Consultiva Honoraria. A la misma se le encomendó “el estudio de las medidas necesarias para el saneamiento económico-financiero del país”. Este objetivo incluía la propuesta de iniciativas para modernizar y perfeccionar los regímenes tributario, monetario, bancario y administrativo. Su primera recomendación, relacionada con el cumplimiento de la ley del empréstito patriótico y con la monetización de los títulos por parte de la Caja de Conversión; se opuso a las ideas del Ministro de Hacienda (Hueyo). Esta circunstancia llevó a la renuncia de sus miembros y a la posterior disolución de la Junta.

Los resultados de la reforma

Luego de que la reforma tributaria diera inicio en 1931, la recaudación mostraría una recuperación en 1932, pero sería recién en 1933 cuando lograría superar levemente a la obtenida en 1929. Ésta había sido explicada, en aquel año, principalmente por los derechos al

un aumento que resultó importante respecto al mismo tributo, pero marginal dentro de la estructura total, volviendo en 1933 a sus valores previos.

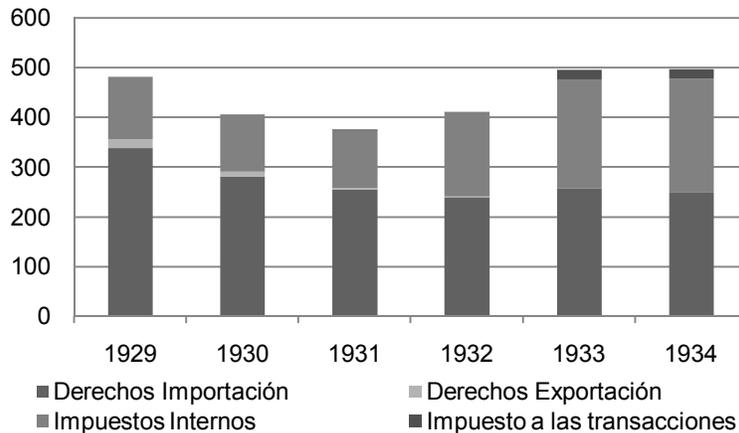
⁶⁰ Boletín Oficial de la República Argentina (21 de Octubre de 1931, p. 914). La sanción de este nuevo impuesto llevó consigo la creación de una comisión compuesta de doce miembros representativos del comercio y de la industria con funciones de asesoramiento al ministerio de hacienda sobre la reglamentación del gravamen.

⁶¹Boletín Oficial de la República Argentina (22 de enero de 1932, p. 1). Este impuesto a los réditos persiste hasta nuestros días, materializado en el “Impuesto a las Ganancias”.

⁶²Una comisión honoraria de contribuyentes acompañó su creación para asesorar cuestiones relativas a su reglamentación

comercio exterior, y en menor cuantía por impuestos internos y a las transacciones. En 1933 la importancia de los impuestos internos se hace notoria (véase gráfico 20).

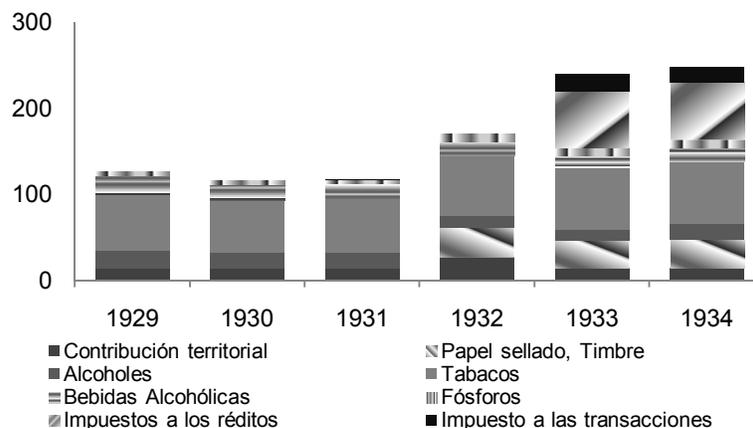
Gráfico 20: Recursos tributarios de la Administración Pública nacional



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Memorias de Hacienda.

La relevancia de los nuevos impuestos puede apreciarse en el gráfico 21, donde se observa que la mayor parte del incremento en la recaudación (a partir de 1932) proviene del Impuesto a los réditos, del Impuesto a los sellos y del impuesto a las transacciones, en ese orden. La reforma impositiva propiciada, llevo a la duplicación en la recaudación tributaria por impuestos internos y a las transacciones.

Gráfico 21: Evolución de los impuestos Internos y a las Transacciones



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Memorias de Hacienda.

Para poder analizar con mayor profundidad la racionalización en el gasto y la mayor eficiencia en el uso de los recursos, se recurre a las leyes de presupuesto. Para el período bajo estudio se puede apreciar que, desde la crisis en el año 1929 hasta el 1934 el gasto presupuestado del gobierno nacional bajó un 8% aproximadamente. A pesar de ello, la obra

pública se incrementó. Esto fue posible por las rebajas en los sueldos y los menores servicios de la deuda pública (véase cuadro 11).

Cuadro 11: Leyes de presupuesto

	1929	1930	1931	1932	1933	1934
Efectivo	704.131.453,7			777.391.455,8	730.147.212,5	696.301.556,1
Sueldos		Rige el presupuesto	Rige el Presupuesto	297.540.929,5	298.853.295	298.012.329,0
Reducciones Sueldos		Reconducido	Reconducido	31.017.752,0	17.630.344,0	20.898.944,0
Reducción % Sueldos		Ley 11577	Ley 11577	10%	6%	7%
Otros				197.294.849,4	172.037.863,4	179.448.272,0
Economías				10.000.000	23.205.713,9	25.000.000,0
Servicios Deuda Pública				296.143.628,6	273.922.805,3	237.475.254,2
Subsidios y Bene	286.65.925,4			27.429.800,4	26.169.306,7	27.264.645,0
Títulos	158.000.000,0			61.871.920	91.168.839,3	99.498.929,0
Trabajos Públicos				52.972.920	58.168.839,3	66.498.929,0
Armamentos				8.899.000	9.000.000,0	9.000.000,0
Vialidad					10.000.000,0	10.000.000,0
Caja de Jub.					14.000.000,0	14.000.000,0
TOTAL	862.131.453,7			839.263.376	821.316.052	795.800.485
Participación Sueldos				32%	34%	35%

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Leyes de Presupuesto de cada año.

La relación del Estado con el Banco de la Nación Argentina

A pesar de la recuperación de la recaudación tributaria observada en el punto anterior, fueron necesarios recursos adicionales para hacer frente a las operaciones del Estado Nacional. El déficit público fue financiado, en parte, a través de un saldo “en descubierto” de la cuenta de la Tesorería General de la Nación en el Banco de la Nación Argentina. Este saldo, sobrepasó el límite legal de forma ininterrumpida desde el año 1930⁶³ (véase cuadro 12). Además, en 1931 los Fondos Públicos alcanzan el mayor valor del período, con 60,37 millones de pesos papel⁶⁴.

⁶³La ley N° 4507 de 1904, establecía un tope del 20% sobre el capital y reservas del BNA.

⁶⁴La norma mencionada en la nota anterior, indicaba además que el Banco de la Nación podía adquirir hasta un 20% de sus fondos en títulos públicos del Gobierno Nacional.

Cuadro 12: Operaciones del Gobierno Nacional con el Banco de la Nación

Años	SalDOS Acreedores	Reintegro Fondo de Conversión	SalDOS Deudores			Saldo Neto	Límite Legal
			Leyes 11.266 y 11.378	Tesorería General	Total		
1928	79900	15900	16700	0	32600	47300	44300
1929	66400	15900	22200	20500	58600	7800	44800
1930	83300	15900	27200	113500	156600	-73300	45400
1931	56700	15900	31600	146600	194100	-137400	45900
1932	118200	15900	36500	123700	176100	-57900	46800
1933	97400	15900	40900	123700	180500	-83100	47100
1934	114100	15900	44600	123700	184200	-70100	47200
1935	127800	15900	45400	123700	185000	-57200	47184

Nota: Valores expresados en miles de pesos moneda nacional.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Banco de la Nación Argentina (1941).

Los redescuentos de Letras de Tesorería constituyeron uno de los más importantes medios indirectos de financiamiento del Estado. El pico de este recurso, se observa en el año 1931 con más de 303 millones de pasos papel (véase cuadro 13).

El resto del sistema bancario también formo parte de la financiación del Estado, a través del descuento de Letras de Tesorería, que luego caucionaban contra adelantos del Banco de la Nación. Sin embargo, esta fuente resultaba insignificante en comparación a lo aportado por el Banco de la Nación⁶⁵.

Otra fuente de financiación, de menor importancia, fueron los adelantos para la modernización y compra de material naval y militar (Leyes 11222, 11266 y 11378).

Cuadro 13: Deudas del Gobierno Nacional con el Banco de la Nación

Año	Préstamos Oficiales	Fondos Públicos	Adelantos	Redesc. Letras de Tesorería	Cta. Tesorería	Reintegro al Fondo de Conversión	Ds. Varias	Total
1928	70082,8	43584,5	16700	268812	0,0	15909,1	8647,7	423736,0
1929	71435,3	49537,7	22200	302696	20500	15909,1	8647,7	490925,8
1930	67362,0	49284,2	27200	278860	113500	15909,1	8647,7	560763,0
1931	94424,5	60377,0	31600	303217	146600	15909,1	8647,7	660775,3
1932	94914,4	38760,7	36500	244027	123700	15909,1	8647,7	562458,9
1933	336167,2	38760,7	40900	246847	123700	15909,1	8647,7	810931,7
1934	348989,0	38760,7	45263	273752	123700	15909,1	8647,7	855021,5

Nota: Valores expresados en miles de pesos moneda nacional.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de Banco de la Nación Argentina (1941).

El 28 de noviembre de 1933 se creó la Junta Reguladora de Granos, la que también representó una fuente de financiamiento indirecto para el Estado. El Banco de la Nación llegó a otorgarle préstamos por 188 millones de pesos papel a esta entidad, que recién serían cancelados en 1935.

⁶⁵Salama (1998)

El Fondo de Conversión

Una fuente adicional de financiamiento del Estado, la constituyó el Fondo de Conversión. En 1931 el Gobierno lo movilizó, prácticamente en su totalidad, para afrontar el pago del 50% de los servicios originados en la deuda de 2,5 millones de libras contraída en 1929 con la Baring Brothers y con J. Morgan Grenfell. Con los mismos fondos, fue cancelada la deuda de la Municipalidad de Buenos Aires con Chatham Phoenix.

Disposiciones de la Ley de Presupuesto de 1932

La Ley de Presupuesto N° 11.584, sancionada el 10 de junio de 1932, autorizaba al Poder Ejecutivo a extraer oro de la Caja de Conversión (en cambio de papel a 2,27 pesos papel por peso oro), para atender el servicio de la deuda exterior y del pago de los sueldos a oro en el extranjero.

Asimismo, establecía que, desde el 1 de mayo de 1932, los haberes y jornales del personal, las pensiones, retiros y jubilaciones serían liquidados con una rebaja progresiva⁶⁶. Tal nivel de reducción en los sueldos, no hace otra cosa que confirmar la falta de disciplina fiscal que se arrastraba desde los años previos. La reducción de sueldos permaneció en la Ley de Presupuesto de 1933 (N° 11.671 y complementaria).

Por otro lado, la norma citada dispuso que: de las utilidades líquidas que el Banco de la Nación obtuviese de las operaciones de redescuento (por la ley 9577), retendría el 50% para sí, y el remanente lo transferirá al gobierno de la Nación⁶⁷.

Además, la dirección de Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF) transferiría al gobierno nacional \$ 3.000.000 (pesos papel) de sus utilidades correspondientes al ejercicio de 1932.

El empréstito patriótico

Como se mencionó en el apartado referido a los cambios institucionales, por medio de la ley N° 11.580 del 12 de Mayo de 1932, se autorizó la emisión del Empréstito Patriótico. Se la realizó por 500 millones de pesos moneda nacional⁶⁸, con una amortización acumulativa mínima del 1% anual y una tasa de interés del 6%. El artículo 6 de la ley, establecía que la Caja de Conversión adelantaría billetes de curso legal por los montos del empréstito no colocados, a cambio de los correspondientes títulos⁶⁹. El empréstito patriótico, sirvió para cancelar deudas por cuatro meses de sueldos atrasados, el saldo en Cuenta de Tesorería del Banco de la Nación y el déficit de los Ferrocarriles del Estado; que totalizaban un importe de 304 millones de pesos moneda nacional.

En términos generales, con los empréstitos patrióticos el Estado apela a una suerte de coacción “moral” de sus ciudadanos que, en la mayoría de los casos, no genera los resultados buscados. Para sortear el fracaso en su suscripción, los títulos argentinos fueron monetizados al 85% de su valor nominal, quedando en caución de la Caja de Conversión. Ésta contribuyó, a través de esta operatoria, al financiamiento del Sector Público.

La importancia de este empréstito está asociada a la Deuda Flotante (deuda de corto plazo). Ésta se había convertido en otro de los instrumentos de financiamiento a los que recurrió el Estado. Había aumentado casi 500 millones de pesos papel entre 1929 y 1931 (véase

⁶⁶Con una escala que arrancaba en 4,5% y llegaba para el tramo más alto al 37,5%

⁶⁷Acreditándolo en la cuenta “Ministerio de Hacienda, orden Tesorería General de la Nación, cuenta nueva”.

⁶⁸Peso moneda nacional, o pesos papel

⁶⁹Ley 11.580 del 12/05/1932.

cuadro 14).El empréstito patriótico permitió revertir la tendencia ascendente en el ratio Deuda Flotante/Deuda Consolidada a partir del año de su instrumentación.

Cuadro 14: Deuda Pública.

Años	Deuda Consolidada(1)		Deuda Flotante (2)	(1) + (2)	Deuda Interna/ Deuda Externa	Deuda Flotante/ Deuda Consolidada
	Interna	Externa				
1928	1155	1110	623,7	2888,7	1,0	0,28
1929	1224	1071	827,8	3122,8	1,1	0,36
1930	1230	1037	1181,4	3448,4	1,2	0,52
1931	1406	996	1341,8	3743,8	1,4	0,56
1932	1912	946	1009,2	3867,2	2,0	0,35
1933	1823	1218	888,4	3929,4	1,5	0,29
1934	1812	1237	872,4	3921,4	1,5	0,29

Nota: Valores expresados en millones de pesos moneda nacional.

Fuente: Elaboración Propia sobre la base de Roberto Cortés Conde (2005)

El Pacto Roca-Runciman

Cuando se analizó el control de cambios en el acápite institucional, se dijo que a partir de diciembre de 1929 ya no se podían cambiar pesos moneda nacional por pesos oro a la relación fija de 2,27(se había suspendido la convertibilidad). Luego, se observó cómo, en octubre de 1931, se inicia la primera etapa del control de cambios, dirigida por la Comisión de Control de Cambios. Dicho régimen racionaba las divisas de acuerdo a una serie de prioridades establecidas “de facto” por la propia comisión.

Las restricciones cambiarias no permitieron la remisión de utilidades al extranjero por parte de empresas e individuos, generándose así (hasta 1933) excedentes acumulados (pesos bloqueados). Gran parte de esos pesos bloqueados pertenecían a las empresas ferroviarias de capitales privados británicos⁷⁰. Las mismas habían sufrido con la crisis de 1929 una caída en la rentabilidad; fruto de la diferencia de cambios y de la caída en el tránsito⁷¹.

Para poder desbloquear esos pesos y conseguir las divisas necesarias, se firmó el acuerdo Roca-Runciman en Londres, el 1 de mayo de 1933. Por medio de la ley N° 11.639 se autorizó la emisión de bonos en libras esterlinas a 20 años, con 5 años de gracia, a una tasa del 4% anual⁷². Con este endeudamiento, el ratio Deuda interna/Deuda Externa comienza a descender luego del ascenso ininterrumpido desde 1928 (véase cuadro 14).

A los efectos que la emisión de títulos señalada no generara una brusca caída en el precio de los bonos, se elaboró una interesante estrategia financiera. El Gobierno sustituyó a los titulares de los fondos bloqueados sus pesos por bonos en moneda externa, que luego fueron adquiridos por una compañía privada: The Argentine Convetion Trust a través de certificados que podrían vender en el mercado londinense. Los titulares de los bonos en libras recibieron un 20% en efectivo y un 60% en certificados de distintos plazos e intereses⁷³.

⁷⁰ Estos “pesos bloqueados” también respondían a importaciones realizadas sin la seguridad de contar con las divisas necesarias para su pago.

⁷¹ Derivado del efecto recesión en la economía argentina y de la competencia del transporte vial que se encontraba desregulado

⁷² Anales (1954: p. 320)

⁷³ Véase Cortés Conde (2005)

De manera similar se operó con pesos bloqueados en otras monedas, por fuera del acuerdo Roca-Runciman.

El diferencial de cambios

En noviembre de 1933, el peso se devaluó un 20% respecto al franco francés (y por ende, respecto al oro –véase gráfico 7-). Además, el mercado de divisas fue desdoblado en uno oficial y otro libre (por el decreto 31.864 del 28 de noviembre de 1933). El primero sirvió para la liquidación de las exportaciones tradicionales y las transferencias oficiales financieras, allí se concentró el grueso de las operaciones. Marginalmente, el mercado libre operó con las exportaciones no tradicionales y con países limítrofes.⁷⁴ Los pormenores de estos cambios institucionales se trataron en el apartado 3.

La norma del 28 de noviembre de 1933 indicaba, además, que en el mercado oficial regiría un precio diferente para la compra y venta de divisas. De este diferencial de cambios surgiría otra fuente de recursos para el Estado, la cual fue utilizada para el pago de los servicios de la deuda y al mantenimiento de los precios sostén de los productos agrícolas por Parte de la Junta Reguladora de Granos⁷⁵.

En síntesis, teniendo en cuenta todo lo anterior, puede decirse que el Sector Público obtuvo financiamiento de diversas fuentes en el periodo 1929-1934: Reforma Tributaria; Banco Nación Argentina, a través del saldo de la Cuenta Tesorería General, Leyes N° 11.266 y N° 11.378, fondos públicos, redescuento de letras de tesorería, utilidades del redescuento de documentos y préstamos oficiales; además, en una parte muy pequeña, el Resto del Sistema Bancario también financió al estado; Empréstito Patriótico a través de la Caja de Conversión; Fondo de Conversión; Yacimientos Petrolíferos Fiscales; Empréstito de Desbloqueo; Diferencial de cambios.

Conclusiones

Los primeros efectos de la Gran Depresión se hicieron sentir fuertemente a través del sector externo. Durante 1929 tanto la cuenta capital como la cuenta corriente mostraron un saldo negativo, lo que derivó en una caída de las reservas. En 1930, una fuerte entrada de capitales contrarrestó, en parte, el saldo negativo de la cuenta corriente y el déficit de la balanza de pagos se achicó. Sin embargo, en 1931 se observa que la situación externa siguió siendo mala: la balanza de pagos vuelve a mostrar un saldo negativo similar al de 1929; con una cuenta capital fuertemente deficitaria (record del período). La recuperación de las cantidades exportadas y el consecuente saldo comercial positivo no fueron suficientes. A partir de 1932 la situación se apacigua, pero la balanza de pagos siguió mostrando pequeños saldos negativos.

Al igual que en los períodos previos, los cambios institucionales fueron sucediéndose a medida que alguna “pata” del sistema entraba en crisis.

La primera medida tomada por el gobierno de Yrigoyen consistió en la suspensión de la convertibilidad en diciembre de 1929, para intentar frenar la salida de reservas, producto de la crisis de la balanza de pagos. Por su parte, a partir de enero de 1930 se facultó nuevamente a

⁷⁴ Tratado en las secciones referidas a los aspectos institucionales y a la Caja de Conversión

⁷⁵ Los precios sostén, que serían el objetivo principal de la Junta, posteriormente se transformarían en precios máximos con el aumento de los precios internacionales.

la Caja de Conversión a emitir pesos papel contra aviso telegráfico ante la entrada de oro en las Legaciones Argentinas acreditadas en el exterior.

Asimismo, otros dos cambios importantes tuvieron lugar para socorrer a dos subsistemas en crisis: en abril de 1931 se autorizó la operación de redescuento de documentos del Banco de la Nación Argentina en la Caja de Conversión, lo que abrió la posibilidad de que dicha institución asista al sistema bancario. Por otro lado, en mayo de 1932 se autorizó la emisión del “Empréstito Patriótico” al Poder Ejecutivo, lo que implicó que la Caja de Conversión podía emitir billetes teniendo como respaldo préstamos al Sector Público.

Ante una nueva coyuntura externa, debida a la salida de Gran Bretaña del Patrón Oro, en octubre de 1931 se abrió la primera etapa de control de cambios, con el objetivo principal de asegurar la liquidación de divisas por parte de los exportadores. Tras una sobrevaluación del peso papel y el problema de los pesos bloqueados, a partir de noviembre de 1933 se inaugura la segunda etapa del control de cambios. La principal medida de esta etapa, fue la introducción del permiso previo de importación. Posteriormente, además, se estableció el desdoblamiento del tipo de cambio (vendedor y comprador) y la creación del mercado libre de cambio.

Tras la suspensión de la convertibilidad en diciembre de 1929, la Caja de Conversión abandona las típicas funciones de las cajas ortodoxas para poder ser la rueda de auxilio del resto del sistema económico, que enfrentó los coletazos de la Gran Depresión. Producto de la crisis de la balanza de pagos, las reservas de la caja fueron cayendo paulatinamente. Sin embargo, dicha caída no se reflejó en toda su magnitud en la cantidad de billetes circulantes, debido al efecto del tipo de cambio, que exhibió una tendencia creciente en todo el período. A partir de abril de 1931, la caja comienza a utilizar los redescuentos para socorrer al sistema bancario que enfrentaba corridas en sus depósitos, y junto con el aumento del tipo de cambio, contrarrestaron el efecto contractivo de la caída de las reservas sobre el circulante.

El primer control de cambios de noviembre de 1931, implicó la ruptura total de la relación entre la variación en las reservas y la variación en el circulante (que en parte había sido “diluida” por el efecto del tipo de cambio a partir de diciembre de 1929). A partir de ese momento los cambios en la cantidad de billetes pasarían a ser explicados casi⁷⁶ exclusivamente por la variación en los activos domésticos. La segunda etapa del control de cambios no tiene una implicancia directa en el comportamiento de la Caja.

Además, en mayo de 1932 la caja comienza a financiar al estado a través del Empréstito Patriótico, lo que derivó en una expansión de 170 millones de pesos papel en dos meses, mitigada por la devolución de redescuentos por parte del sistema bancario, que empezaba a mostrar signos de mejoría.

Como se mencionó más arriba, uno de los cambios institucionales acaecidos, tenía como objetivo socorrer al sistema bancario. Las entidades bancarias en este período sufrieron una lenta y continua salida de depósitos. Entre 1929 y 1931, la corrida se centró principalmente en el Banco de la Nación y en los otros Bancos Nacionales. En 1932, los más afectados fueron los otros Bancos Nacionales. Y, en 1933-1934, la corrida se desplazó hacia los Bancos Extranjeros.

Como era de esperar, el nivel de liquidez de los bancos fue cayendo frente a la salida de depósitos. Para el total del sistema, el nivel mínimo se alcanzó en el II trimestre de 1931, fecha ésta que coincide con la puesta en práctica de las leyes de Redescuentos. De no haber comenzado la Caja de Conversión con las operaciones de redescuentos en abril de 1931, el

⁷⁶ Hubieron dos meses donde la devaluación fue mayor al movimiento de reservas, y se compenso con movimiento en billetes.

descenso del nivel de liquidez hubiera seguido un año más (hasta el I trimestre de 1932). Además dicho nivel hubiera sido significativamente menor.

Prácticamente todos los indicadores revelan que el sistema bancario argentino estuvo bordeando el colapso durante la Gran Depresión. Los depósitos en términos reales mostraron una caída entre 1929-32; luego crecieron hasta 1934, pero sin alcanzar a compensar la caída inicial. Además, mostraron una variabilidad alta en relación a períodos anteriores. Asimismo, los ratios de liquidez y solvencia del Banco de la Nación cayeron a valores preocupantes, colocándose significativamente por debajo de los correspondientes al Banco de Inglaterra. Por su parte, el resto de los bancos alcanzó niveles de liquidez y solvencia similares a los del sistema estadounidense (que en períodos anteriores fueron significativamente menores al del resto de los bancos argentinos). De no haber existido los redescuentos (que tuvieron una participación creciente en el nivel de reservas del resto de los bancos), el ratio de liquidez de éstos hubiera llegado a un nivel significativamente bajo, incluso por debajo del ratio correspondiente al de los Bancos de Estados Unidos.

Por último, la crisis de balanza de pagos también generó un problema fiscal y una agudización de la restricción externa. Para resolver el primero, se implementó una profunda reforma tributaria y una decidida política de reforma administrativa y de racionalización del gasto. El resultado de dichas reformas se refleja en que la mayor parte del incremento en la recaudación (a partir de 1932) provino de impuestos internos (antes relegados por los impuestos al comercio exterior).

No obstante, a pesar de la mayor recaudación y la disminución del gasto, el Estado necesitó una batería de instrumentos de financiamiento. Entre ellos se destacan la utilización del descubierto de la cuenta de la Tesorería General de la Nación en el Banco de la Nación, los redescuentos de las Letras de Tesorería y la movilización del Fondo de Conversión para afrontar el pago de los servicios de la deuda. Como se mencionó previamente, la Caja de Conversión también participó del financiamiento al Estado a través del Empréstito Patriótico. Además, el diferencial de cambios generado a partir del desdoblamiento del tipo de cambio en la segunda etapa del control, también significó un recurso adicional. Y finalmente, para afrontar la restricción externa (materializada especialmente en los “pesos bloqueados”), el Estado también obtuvo fondos del Empréstito de Desbloqueo en el marco del Pacto Roca-Runciman de mayo de 1933.

Bibliografía

Banco Central de la República Argentina, Memoria Anual del Banco Central de la República-Año 1936, Buenos Aires, Imprenta Luis L. Gotelli, 1937.

Bank of England, Statistical Summary, Enero de 1933

Board of Governors of the Federal Reserve System, All Bank Statistics-United States-1896-1955, 1959.

Baiocco, Pedro (1937), La Economía Bancaria Argentina, a través de sus índices más significativos en el período 1901 a 1935, Buenos Aires, Imprenta de la Universidad de Buenos Aires.

Caja de Conversión, Memoria de la Caja de Conversión correspondiente al ejercicio del año 1929, Buenos Aires, Gerónimo J. Pesce y Cia., 1931.

_____, Memoria de la Caja de Conversión correspondiente al ejercicio de los años 1930 y 1931, Buenos Aires, Gerónimo J. Pesce y Cia., 1932.

Cortés Conde, Roberto (2005), La economía política de la Argentina en el siglo XX, Buenos Aires, Edhasa.

Della Paolera, Gerardo y Alan Taylor (2003), Tensando el Ancla, Buenos Aires, Fondo de Cultura Económica

Diario "Santa Fé" 24/03/1932.

El Banco de la Nación Argentina, El Banco de la Nación Argentina en su cincuentenario, Buenos Aires, Talleres Gráficos de Guillermo Kraft Ltda. S.A. 1941

Ferreres, Orlando (2005), Dos Siglos de Economía Argentina, Fundación Norte y Sur.

Gerchunoff, Pablo. Circulando en el laberinto: la economía argentina entre la depresión y la guerra (1929-1939)

Gómez, Mónica, "El Banco Provincial de Córdoba y la Crisis de Baring. Argentina, 1890/91", *Revista de Economía y Estadística*, Instituto de Economía y Finanzas, Universidad Nacional de Córdoba, vol. 49, N° 2, pp.51- 78, 2011. <http://revistas.unc.edu.ar/index.php/REyE>.

Gómez, Mónica, "La Primera Caja de Conversión Argentina en Cifras, 1900- 1935", (por publicar online), El Colegio de México.

Gómez, Mónica (2014), El Modelos de la Caja de Conversión y el Banco de la Nación Argentina en el Período del Patrón Oro (1900-1914), Mesa "Historia Bancaria de América Latina y España (Siglos XIX y XX), Cladhe IV, Bogotá.

Gómez, Mónica (2014), El Modelos de la Caja de Conversión y el Banco de la Nación Argentina en el Período del Patrón Oro (1900-1914), Mesa "Historia Bancaria de América Latina y España (Siglos XIX y XX), Cladhe IV, Bogotá.

Gómez, Mónica (2014), El Modelo de la Caja de Conversión y el Banco de la Nación Argentina desde la Gran Guerra hasta la Gran Depresión (1914- 1929), XLIX Reunión Anual AAEP, Posadas, Noviembre de 2014.

López, Mario Justo (2008) El problema ferroviario argentino y la nacionalización de las compañías de capital británico en 1948. UBA.

Marichal, Calos (2010), Nueva Historia de las Grandes Crisis Financieras, Random House.

Mitchell B. R., Abstract of British Historical Statistics, Cambridge, at the University Press, 1962

Persello, Ana Virginia (2009). De las juntas y comisiones al Consejo Nacional Económico. La administración pública en los años 30.

Prados Arrarte, J., El Control de Cambios, Buenos Aires, Editorial Sudamericana, 1944

Quintero Ramos, Angel M., Historia Monetaria y bancaria de Argentina (1500 – 1949), FMI-BID-CEMLA, 1950.

República Argentina, Anales de la Legislación Argentina -Complemento años 1889-1919, Buenos Aires, Editorial La Ley. 1954

_____, Boletín Oficial de la República Argentina, Buenos Aires, 19 de octubre de 1931, 14 de Noviembre de 1933, 21 de Octubre de 1931, 22 de enero de 1932.

_____, Leyes de presupuesto. http://infoleg.mecon.gov.ar/?page_id=837

Salama, Elías (1998), “El orden monetario argentino en las primeras décadas del siglo XX”, en Económica, La Plata, vol. XLV, N° 4

_____ (2000) La Argentina y el abandono del patrón oro. Depeco. UNLP.

Schuler, Kurt A., Currency Boards -Ph.D. Dissertation-, Fairfax (Virginia), George Mason University. Junio de 1992.