



FACULTAD
DE CIENCIAS
ECONÓMICAS



Universidad
Nacional
de Córdoba

REPOSITORIO DIGITAL UNIVERSITARIO (RDU-UNC)

El modelo de la Caja de Conversión y el Banco de la Nación Argentina desde la Gran Guerra hasta la Gran Depresión (1914-1929)

Mónica Gómez, Gabriel Ratner, Lucas Tossolini

Ponencia presentada en la XLIX Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política realizado en 2014 en la Universidad Nacional de Misiones. Misiones, 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

XLIX Reunión Anual

Noviembre de 2014

ISSN 1852-0022

ISBN 978-987-28590-2-2

EL MODELO DE LA CAJA DE CONVERSIÓN Y EL
BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA DESDE LA
GRAN GUERRA HASTA LA GRAN DEPRESIÓN
(1914- 1929)

Gómez, Mónica
Ratner, Gabriel
Tossolini, Lucas

El Modelo de la Caja de Conversión y el Banco de la Nación Argentina desde la Gran Guerra hasta la Gran Depresión (1914- 1929)

Mónica Gómez ^(I), Gabriel Ratner ^(II) y Lucas Tossolini ^(III) (*)¹
(Universidad Nacional de Córdoba)

Resumen

La ponencia propone analizar el funcionamiento del modelo de la Caja de Conversión y el Banco de la Nación Argentina entre 1914 y 1929. Las contribuciones principales son básicamente tres. La Caja de Conversión no siguió un comportamiento de “*patrón oro de una sola vía*” en el período 1914- 1927, sino lo que llamamos de “*auto-regulación*”. La tesis de que el sistema bancario argentino estuvo “*podrido*” en la década 1920 resulta exagerada. Sólo se observa una debilidad en la solvencia del Banco de la Nación, que parece estar relacionada a la actuación del Estado Nacional.

JEL: G21, N26

Abstract

The paper proposes to analyze the operation of model Currency board and the Bank of the Argentina Nation between 1914 and 1929. The main contributions are basically three. The Currency board did not follow a behavior of “*gold standard single via*” in the period 1914-1927, but what we call “*self-regulation*”. The thesis that the Argentine banking system was “*rotten*” in the decade 1920 is exaggerated. Only there is a weakness in the solvency of the Bank of the nation, which appears to be related to the performance of the National State.

JEL: G21, N26

Introducción

El modelo de la Caja de Conversión y el Banco de la Nación Argentina fue erigido como una respuesta de política económica frente a la Crisis de *Baring*. Es así que su origen data de 1890/91, y su fin llega en 1935 con la creación del Banco Central de la República Argentina.

Este modelo estuvo inspirado en la Ley de *Peel* de 1844, por la cual el Banco de Inglaterra quedó dividido en dos departamentos: el de Emisión y el Comercial. La Caja de Conversión y el Banco de la Nación Argentina resultaron copias de estos departamentos. Las reglas principales del juego fueron las siguientes: 1) La Caja de Conversión tenía el monopolio de la emisión de papel moneda (peso moneda nacional). 2) El tipo de cambio entre la moneda papel y la moneda metálica (peso oro) era fijo. 3) La moneda papel era convertible en la moneda metálica. 4) La política monetaria era endógena -ausencia de política monetaria independiente-. 5) El Banco de la Nación tenía la obligación de sostener una determinada proporción de

¹ (*) Agradecemos la colaboración de Germán González.

(I) gomezmonica@yahoo.com

(II) garatner@gmail.com

(III) lucatoss@gmail.com

reservas metálicas en relación a los depósitos. 6) El Banco de la Nación era el agente financiero del Estado Nacional; y como tal podía otorgar crédito a éste con un cierto límite. 7) El Banco de la Nación podía conceder préstamos a los bancos restantes a través de la operación de “redescuentos” de documentos comerciales.

Como claramente se desprende del párrafo anterior, las autoridades económicas escogieron 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 al parecer trataron de compensar tal limitación a través de otorgar al Banco de la Nación funciones “a medias” de Banco Central; esto es: autorizarlo a prestar al Gobierno y a los bancos restantes, sin tener como contrapartida la creación de dinero primario.

Recién con la entrada del siglo XX estuvieron dadas las condiciones para la puesta en marcha del modelo. En efecto:

1- Los distintos arreglos de la deuda externa -celebrados en la década de 1890- lograron revertir la tendencia ascendente de lo adeudado en el exterior a partir de 1901. Este cambio de rumbo resulta más pronunciado si se observa la razón deuda externa/exportaciones.

2-También se logró revertir la situación fiscal: entre 1895-98 la razón ingresos/gastos fiscales sin los servicios de la deuda alcanzó un valor medio de 0,76 (esto es por debajo de la razón de equilibrio), en tanto que entre 1900-13 fue de 1,26.

3- Y la deuda pública total consolidada respecto al PBI, que representó el altísimo porcentaje del 117,72% en 1891, se logró bajar al 50,95% en 1901 y se mantuvo en un valor promedio de 24,69% entre 1905- 1913.

Estas condiciones (necesarias) estuvieron acompañadas de una excelente *performance* de la Balanza de Pagos argentina en los trece años previos a la Primera Guerra Mundial. El aumento acelerado de las exportaciones y el re-establecimiento de las corrientes de capital externo, que se habían interrumpido con la crisis de *Baring*, garantizaron una entrada continua de oro al país. Todo ello contribuyó a alcanzar el éxito del modelo de la Caja de Conversión y el Banco de la Nación Argentina en el período del Patrón Oro (1900- 1914).

En tal sentido, la Argentina operó bajo el tipo de cambio legal de 2,27 pesos papel por peso oro a partir de octubre de 1902. La Caja de Conversión siguió el principio de la *Currency School*: las variaciones (expansión o contracción) de la base monetaria reflejaron exactamente las variaciones en la cantidad de reservas metálicas disponibles en la Caja. La política monetaria, por tanto, pasó a ser endógena. Y para 1913 se logró un respaldo metálico del 73% sobre el total de la base monetaria.

En cuanto al Banco de la Nación, sus depósitos crecieron en valores reales a una tasa promedio de casi 1% mensual (o sea a una tasa acumulada del 12% anual) entre enero de 1908 y julio de 1914. Su razón reservas a depósitos fue del 51% promedio, 4 puntos por encima de la razón promedio registrada por el Departamento Comercial del Banco de Inglaterra entre 1909 y 1913. Y el ratio capital a activos fue del 22% promedio, 2 puntos porcentuales por encima del ratio del Banco de Inglaterra. Sin ninguna duda, el Banco de la Nación Argentina gozó de buena salud!

Además, durante el período del Patrón Oro, el Banco de la Nación no necesitó prácticamente utilizar sus funciones a “medias” de Banco Central. Los “redescuentos” no jugaron un papel importante en la liquidez de los bancos restantes; éstos mostraron ser entidades sólidas. Y el crédito del Banco de la Nación al Estado se ajustó a los términos de la ley: el saldo deudor de la cuenta corriente de la “Tesorería General de la Nación” no superó el 20% del capital del Banco.²

Sin embargo, la situación internacional cambió con el estallido de la Primera Guerra Mundial, la Gran Guerra como la llamaron los contemporáneos. A los años de conflicto bélico, le siguieron años difíciles -de recesión, de inflación e incluso en algunos casos de hiperinflación-. Recién todo parecía haber vuelto a la <normalidad> a partir del segundo quinquenio de 1920; pero no duró mucho tiempo: la Gran Depresión tocó la puerta. Esta ponencia propone analizar cómo funcionó el modelo de la Caja de Conversión y el Banco de la Nación Argentina en el período que va de la Gran Guerra a la Gran Depresión.

El trabajo está dividido en cinco secciones. En la primera sección, realizamos una breve descripción de la situación internacional y presentamos el comportamiento de la Balanza de Pagos argentina. La segunda expone los cambios institucionales que sufrió el modelo como respuesta a la Gran Guerra hasta la vuelta al Patrón de Cambio Oro en 1927. La tercera y cuarta secciones están dedicadas a explicar cómo funcionó el modelo: la Caja de Conversión por una parte, y el Banco de la Nación Argentina y el sistema bancario por otra. Y la quinta ofrece un análisis acerca de la presión que el Estado ejerció sobre el modelo.

Las contribuciones principales del trabajo son básicamente tres:

1- Se prueba que la Caja de Conversión, en el período de suspensión de la convertibilidad (1914-1927), no siguió un comportamiento de “*patrón oro de una sola vía*” como se dice en la literatura. El comportamiento predominante fue lo que llamamos de “*auto-regulación*”; esto es: si las reservas metálicas disminuían, la base monetaria se mantenía constante; y si las reservas aumentaban, la base también se mantenía constante.

2- Se considera exagerada la tesis de que el sistema bancario argentino fue insano (o estuvo “podrido”) en la década de 1920, como se sostiene en los trabajos más recientes. Se muestra que los sistemas bancarios –no sólo el de Argentina sino también del Reino Unido y Estados Unidos- operaron con mayores riesgos de liquidez y crediticio en los 20 que en el pasado. Se comprueba que la única debilidad que presentó el sistema argentino estuvo relacionada con la solvencia del Banco de la Nación Argentina.

3- Se demuestra la fuerte presión que el Estado ejerció sobre el Banco de la Nación. Se sugiere que dicha presión fue un factor explicativo de la pérdida de solvencia que comenzó a experimentar el Banco de la Nación a partir de los 20.

² Sobre el comportamiento del modelo en el período del Patrón Oro (1900- 1914), véase Gómez (2014).

1. La Situación internacional y la balanza de pagos argentina

<<Las lámparas se apagan en toda Europa –dijo Edward Grey, ministro de Asuntos Exteriores de Gran Bretaña, mientras contemplaba las luces de Whitehall durante la noche en que Gran Bretaña y Alemania entraron en guerra en 1914-. No volveremos a verlas encendidas antes de morir.>> Al mismo tiempo, el gran escritor satírico Karl Kraus se disponía en Viena a denunciar aquella guerra en un extraordinario reportaje- drama de 792 páginas al que tituló Los últimos días de la humanidad. Para ambos personajes la guerra mundial suponía la liquidación de un mundo y no eran sólo ellos quienes así lo veían.³

Como es sabido, el asesinato del archiduque austriaco -Franz Ferdinand- a manos de un nacionalista bosnio-serbio el 28 de junio de 1914 fue la mecha que provocó el estallido de la Primera Guerra Mundial. Un mes más tarde, el 28 de julio, las fuerzas militares del imperio austrohúngaro invadieron Serbia. A partir de allí no hubo retorno. El 1 de agosto comenzó la movilización de tropas en gran parte de Europa y las declaraciones de guerra entre las principales potencias, quienes se fueron alineando en uno de los dos bandos (los Aliados de la Triple Entente y las Potencias Centrales de la Triple Alianza). Los mercados fueron sensibles a estos acontecimientos, dando inicio a una crisis internacional. Las bolsas de todas partes suspendieron las operaciones; los gobiernos abandonaron el compromiso de convertir sus monedas domésticas a una relación fija con el oro; y la libertad de los individuos de exportar dicho metal desapareció.⁴

Una vez terminada la guerra vino la recuperación post-guerra. “El boom inicial se produjo por políticas monetarias y fiscales expansivas, que fueron posibles porque los gobiernos no tenían restricción alguna sobre la emisión de billetes y, por lo tanto, sobre el nivel de gasto.” Pero después del crecimiento siguió la recesión “cuando, frente a la salida de reservas (por créditos otorgados a Europa) la Fed decidió aumentar la tasa de descuento, restringir los créditos y eliminar el peligro de que sus reservas no mantuvieran el nivel requerido. La recesión alcanzó a Europa pues Francia y Gran Bretaña también aumentaron sus tasas de interés, para contrarrestar el efecto de una salida adicional de reservas.”⁵ También tuvieron lugar las hiperinflaciones e inflaciones europeas, siendo los casos más citados en la literatura los de Alemania y Francia.⁶ Y recién la economía internacional “parecía haber vuelto a la calma en 1924 y se vislumbraba la posibilidad de que retornara lo que un presidente norteamericano llamó <normalidad>.”⁷ En 1925 Gran Bretaña había regresado al Patrón de Cambio Oro. Para fines de la década ya había cerca de 50 países que habían regresado al Patrón de Cambio Oro⁸. Todo parecía haber vuelto a la <normalidad> hasta que la Gran Depresión golpeó la puerta.

³ Hobsbawm (2009: 30).

⁴ Véanse Marichal (2010) y Eichengreen (1996).

⁵ Cortés Conde (2003: 190).

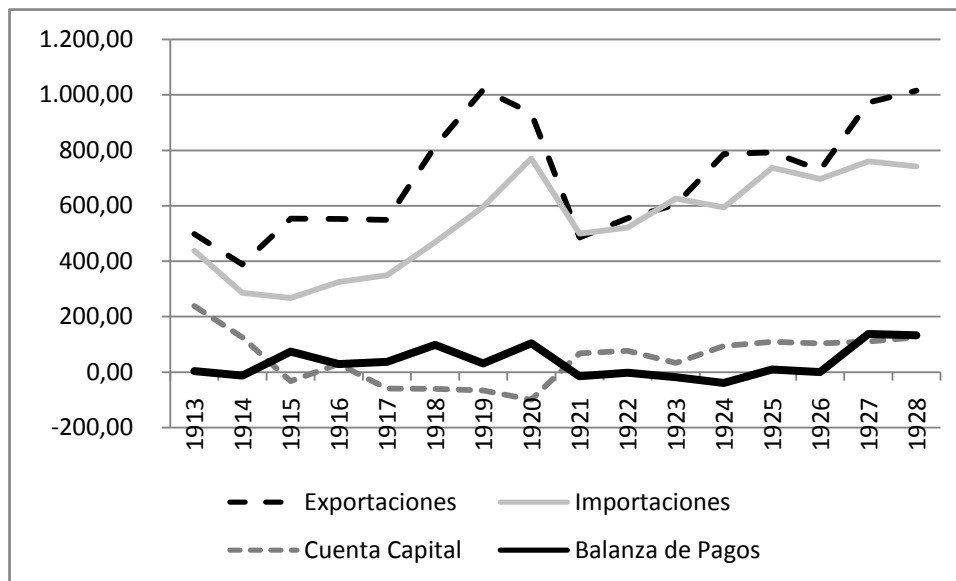
⁶ Véanse Eichengreen (1996) y Cortés Conde (2003).

⁷ Hobsbawm (2009: 97).

⁸ Marichal (2010: 97).

Argentina -una economía abierta y pequeña- no fue inmune a lo que estaba ocurriendo fronteras afuera. En el año 1914 con el estallido de la Gran Guerra, la cuenta capital se contrajo un 47,72% en relación a 1913. Las importaciones se redujeron un 34,73%. Y las exportaciones, si bien superaron en 1,4 veces las importaciones, presentaron una disminución del 22,02% en 1913/14.⁹ El resultado fue que el saldo de la Balanza de Pagos se tornó negativo en 12,57 millones de dólares. (Véase Gráfico 1.)¹⁰

Gráfico 1: Balanza de pagos, 1913-1928



Nota: las variables están expresadas en millones de dólares.
Fuente: Ferreres (2005)

De 1915 a 1920, la cuenta capital pasó directamente a mostrar signo negativo: un valor mediana de -59,86 millones de dólares. Asimismo, las importaciones se mantuvieron bastante por debajo de las exportaciones: el valor mediana de las primeras fue de 408,35 millones de dólares, en tanto que el de las segundas fue de 683,39 millones. Este saldo positivo de la Balanza Comercial permitió cubrir el pago de los servicios financieros y el saldo negativo de la cuenta capital, quedando un remanente destinado a aumentar las reservas de oro del país. De este modo, la Balanza de Pagos exhibió un saldo positivo en estos años: un valor mediana de 55,45 millones de dólares. (Véase Gráfico 1.)

Los años de 1921 a 1924 fueron años de salida de oro. El debilitamiento de las exportaciones¹¹ se combinó con una demanda creciente de las importaciones: el valor mediana de las primeras fue de 579,58 millones de dólares y el de las segundas de 557,42 millones. Además, la entrada de capitales externos se restableció: el saldo de la cuenta capital registró un valor mediana de 72,09 millones de dólares; pero no alcanzó para afrontar el pago de los

⁹ Es de señalar que la disminución de las exportaciones vino por el lado de las cantidades exportables (-24,22%), lo que al parecer no fue debido a la guerra sino más bien por el fracaso de las cosechas. Ferreres (2005). Véanse Ford (1966: 283, 290) y Quinteros Ramos (1950: 204-5).

¹⁰ Cfr. Ford (1966: 289).

¹¹ Este debilitamiento se explicaría fundamentalmente por razones de precios; la caída fue del 33% entre 1920-1924. Ferreres (2005).

servicios financieros. En consecuencia, el saldo de la Balanza de pagos se tornó negativa: un valor mediana de -16,15 millones de dólares. (Véase Gráfico 1.)

Finalmente, de 1925 a 1928, la balanza comercial de Argentina mejoró y la entrada de capitales se intensificó. Las exportaciones alcanzaron un valor mediana de 882,10 millones de dólares, superando en 1,2 veces el valor de las importaciones (739,38); y la cuenta capital registró un valor mediana de 109,70 millones. Ambas fuerzas permitieron equilibrar la Balanza de Pagos en 1925- 1926 y alcanzar superávit en 1927- 1928; el saldo fue de 71,60 millones de dólares (valor mediana) en estos cuatro años. (Véase Gráfico 1.)

2. Los cambios institucionales

Cuando estalló la Primera Guerra Mundial se encontraba ocupando el Poder Ejecutivo el vicepresidente Victorino de la Plaza, a causa de la enfermedad del presidente Sáenz Peña. La primera medida de política económica fue decretar un feriado bancario -extendido a la Caja de Conversión- de una semana a contar desde el 3 de agosto.¹² Seguidamente, el día 8 se sancionó un paquete de leyes de emergencia. Una de ellas fue la ley de 9.478, que establecía prórrogas para el cumplimiento de todas las obligaciones de los particulares, exceptuando “las obligaciones provenientes de impuestos nacionales, provinciales y municipales”. En estos términos, se expresaba:

- *Acuérdase una prórroga de treinta días para el cumplimiento de todas las obligaciones de dar sumas de dinero, que hayan vencido o vengzan en el corriente mes.*
- *Vencido el plazo del artículo anterior, las obligaciones de cumplimiento a oro quedarán prorrogadas mientras se encuentren suspendidos los efectos del art. 7° de la ley 3871, salvo que el acreedor aceptare el pago en moneda papel al tipo de cambio conversión que establece el art. 1° de la misma ley.*
- *Exceptúanse de las disposiciones de esta ley las obligaciones provenientes de impuestos nacionales, provinciales y municipales.*¹³

También dicha ley establecía una prórroga para el cumplimiento de las obligaciones de los bancos con los depositantes:

*-[...] Hasta el día 17 de agosto del corriente año, dichos establecimiento sólo estarán obligados a pagar el veinte por ciento de los depósitos exigibles.*¹⁴

Esta prórroga fue ratificada por la ley 9484 del 13 de agosto de 1914.¹⁵

La ley 9.480 también formó parte del paquete de emergencia del 8 de agosto. Ella autorizaba a depositar el oro -proveniente de transacciones comerciales y financieras en el exterior- en las legaciones argentinas. Autorizaba, además, a la Caja de Conversión a expandir la base monetaria en función del oro depositado a la relación fija de 2,27 pesos moneda nacional por peso oro. De este modo, la ley se expresaba:

¹² Quintero Ramos (1950: 196).

¹³ Ley 9478 del 8/8/1914, arts. 1, 2 y 5, en Anales de Legislación Argentina (1954), Complemento años 1889- 1919 (en adelante Anales), Buenos Aires, Editorial La Ley, p 909.

¹⁴ Ley 9478 del 8/8/1914, art. 4, en Anales, p. 909.

¹⁵ Ley 9484 del 13/8/1914, art. 1, en Anales, p. 911.

- Queda facultado el P.E. para recibir en depósito en las legaciones argentinas, oro sellado de parte del comercio y de la banca.
- El Ministerio de Hacienda, con el aviso telegráfico que reciba de las legaciones, extenderá un bono a favor de la Caja de Conversión, por el importe del oro depositado. Contra entrega de este bono, por intermedio del Banco de la Nación Argentina, la Caja de Conversión entregará al mismo Banco, el equivalente en pesos papel al tipo de la ley núm. 3871, para ser acreditado a quien corresponda, de acuerdo con las instrucciones que reciba del Ministerio de Hacienda.¹⁶

Es decir, las legaciones argentinas cumplían el papel de sucursales de la Caja de Conversión; de modo tal que ésta pudiera expandir la base monetaria apenas se comunicara por telégrafo el depósitos de oro en aquéllas.

Otra de las leyes, incluida en el paquete de emergencia, fue la ley 9.481 que establecía la suspensión de la convertibilidad. Así, se decía:

-Declárese suspendidos por el término de 30 días, los efectos del art. 7° de la ley 3871, en cuanto obliga a la Caja de Conversión, a entregar oro sellado en cambio de moneda papel. El P.E. queda autorizado para prorrogar este término por 30 días más, o disminuirlo, dando cuenta al H. Congreso.¹⁷

Antes de cumplirse el plazo de suspensión de la convertibilidad, la Ley 9.506 del 30 de septiembre de 1914 expresaba:

-Vencidos los plazos fijados por el art. 1 de la ley 9481, queda autorizado el P.E. para suspender por el término de 30 días, prorrogables, los efectos del art. 7 de la ley 3871, en cuanto obliga a la Caja de Conversión, a entregar oro sellado en cambio de moneda papel.¹⁸

Y el 31 de octubre de 1914 el Poder Ejecutivo decretó que la suspensión quedaba en vigor “hasta nuevo aviso”.¹⁹ En consecuencia, a partir de 1914 y “hasta nuevo aviso” –agosto de 1927-, se suspendía el compromiso del Estado Nacional con la convertibilidad del dinero doméstico a cantidades fijas de oro. La Argentina pasaba a operar bajo un sistema papel moneda inconvertible, donde el precio del oro se fijaba en el mercado. Ello significaba una desviación del modelo.

Además el 12 de agosto de 1914, cuando fue levantado el feriado bancario²⁰, se sancionó la ley 9483 que decía:

-Autorízase al P.E. a prohibir total o parcialmente la exportación del oro en metálico mientras subsista el estado de guerra entre las potencias del continente europeo.²¹

Y esto significaba que “mientras subsista el estado de guerra” se autorizaba la fijación de controles de cambios, lo que –en caso de aplicarse- representaba el fin de la libre movilidad de capitales.

¹⁶ Ley 9480 del 8/8/1914, arts. 1 y 2, en Anales, p. 910.

¹⁷ Ley 9481 del 8/8/1914, art.1, en Anales, p. 910.

¹⁸ Ley 9506 del 30/9/1914, art.1, en Anales, p. 912.

¹⁹ Quintero Ramos (1950: 198).

²⁰ Es de señalar que el feriado fue levantado dos días después de lo establecido, debido al luto nacional por el fallecimiento del presidente Sáenz Peña.

²¹ Ley 9483 del 12/8/1914, art.1, en Anales, p. 911.

Claramente había desapareció la limitación del trilema macroeconómico (tipo de cambio fijo, libre movilidad de capitales y, por tanto, política monetaria endógena). Ahora la Argentina, al igual que la gran mayoría de los países en el período, podía contar con independencia monetaria. En relación con esto, el 8 de agosto de 1914 se sancionó la ley 9.479, que autorizaba al Banco de la Nación –“el banco de bancos”- la conversión y movilización del Fondo de Conversión “en la forma que su directorio considere conveniente”. Autorizaba además a la Caja de Conversión a realizar operaciones de redescuentos, siempre y cuando el volumen de las reservas metálicas fuera mayor o igual al 40% de la base monetaria. Así, en estos términos, se expresaba:

- *Mientras el Banco de la Nación Argentina no pueda utilizar el fondo de conversión en las operaciones de cambio a que se refiere el art. 6° de la ley 3871, queda autorizado para convertir y movilizarlo en la forma que su directorio considere conveniente.*
- *La Caja de Conversión, previa autorización del P.E, efectuará operaciones de redescuento de documentos comerciales, o en el Banco de la Nación Argentina, emitiendo al efecto los billetes necesarios de los tipos actualmente en circulación, siempre que la garantía metálica de la moneda de curso legal no baje del 40 por ciento.²²*

Y la ley 9577 del 30 de septiembre ratificaba la facultad otorgada a la Caja de Conversión por la ley 9.479, especificando que:

- *La Caja de Conversión, previa autorización del Poder Ejecutivo, entregará al Banco de la Nación Argentina, contra recibo de documentos comerciales de su propia cartera o de los que éste haya redescotado a otros Bancos de la República, billetes moneda nacional de curso legal, sin cobrar interés alguno, siempre que la garantía en metálico de la circulación fiduciaria no baje del cuarenta por ciento, de acuerdo con la Ley N° 9479.*

Establecía además que:

- *El Banco de la Nación Argentina efectuará los redescuentos a los plazos que concertare y a un tipo de interés convencional, de acuerdo con las instrucciones que tuviere del Ministerio de Hacienda.²³*

De este modo, la operación de redescuento establecida por las leyes 9.479 y 9.577 reunía las siguientes características:²⁴

- 1- El Banco de la Nación continuaba gozando de la facultad de “redescotar” documentos de la cartera de otros bancos; en virtud de este derecho, el Banco de la Nación podía fijar el plazo de la operación de “redescuento” de documentos de otros bancos, así como también el interés.
- 2- El Banco de la Nación ahora podía presentar a la Caja de Conversión sus propios documentos o los “redescotados” de otros bancos.
- 3- La Caja de Conversión ahora gozaba de la facultad de crear dinero primario, teniendo como contrapartida los documentos comerciales que le presentara el Banco de la

²² Ley 9479 del 8/8/1914, arts. 1 y 2, en Anales, p. 909.

²³ Ley 9577 del 30/9/1914, arts. 1 y 2, en Anales.

²⁴ Cfr. Arnaudo (1987: 18-9).

Nación. Esta atribución tenía una restricción: las reservas metálicas no podían ser menores al 40% de la base monetaria. Además, la Caja no podía cobrar interés alguno.

De aquí se desprende que la Caja de Conversión y el Banco de la Nación –en forma conjunta- pudieron ejercer la función de prestamista de última instancia; esto es: una de las funciones de Banco Central. Ello significaba un alejamiento sustancial de las reglas del modelo. No obstante, como se verá en las secciones siguientes, este alejamiento no se dio en la práctica. Sólo el Banco de la Nación ejerció su función “a medias” de Banco Central, como estaba estipulado en el modelo.

Finalmente, la suspensión de la convertibilidad fue levantada por decreto en agosto de 1927. A partir de esta fecha y hasta diciembre de 1929, la Argentina volvió a operar al tipo de cambio de legal de 2,27 pesos papel por 1 peso oro bajo el Patrón de Cambio Oro. Nuevamente, la limitación del trilema macroeconómico se puso en funcionamiento: tipo de cambio fijo, libre movilidad de capitales y, por tanto, ausencia de política monetaria.

3. La Caja de Conversión

Los Cuadros 1 y 2-tablas de contingencias- muestran la actuación de la Caja de Conversión durante el período de la suspensión de la convertibilidad (agosto 1914- agosto 1927). Como era de esperar, la Caja no siguió el principio de la *Currency School* en este lapso. Pero lo llamativo es que tampoco siguió el “*patrón oro de una sola vía*” como se dice reiteradamente en la literatura. El comportamiento predominante fue lo que llamamos de “*auto-regulación*”; esto es: si las reservas metálicas disminuían, la base monetaria se mantenía constante; y si las reservas aumentaban, la base también se mantenía constante. Ilustremos esta afirmación con los datos de los Cuadros 1 y 2.

Entre agosto de 1914 y diciembre de 1919

*En 24 casos de un total de 65 (o sea el 37%), se registran disminuciones de las reservas. Y en 21 casos de esos 24 (o sea el **87,5%**), la base monetaria se mantuvo constante.*

*En 39 casos de un total de 65 (o sea el 60%), se registran aumentos de las reservas. Y en 23 casos de esos 39 (o sea el **59%**), la base monetaria se mantuvo constante.*

Entre enero de 1920 y julio de 1927

*En 39 casos de un total de 91 (o sea el 43%), se registran disminuciones de las reservas. Y en 32 casos de esos 39 (o sea el **82%**), la base monetaria se mantuvo constante.*

*En 51 casos de un total de 91 (o sea el 56%), se registran aumentos de las reservas. Y 37 casos de esos 51 (o sea el **72,5%**) la base monetaria se mantuvo constante.*

Cuadro 1: El comportamiento de la Caja de Conversión, agosto de 1914- diciembre 1919

		Variación de la Base Monetaria			Total
		Variación Negativa	Sin variación	Variación positiva	
Variación del Oro	Variación negativa	0	21	3	24
	Sin variación	0	2	0	2
	Variación positiva	0	23	16	39
Total		0	46	19	65

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Baiocco (1937).

Cuadro 2: El comportamiento de la Caja de Conversión, enero 1920- julio 1927

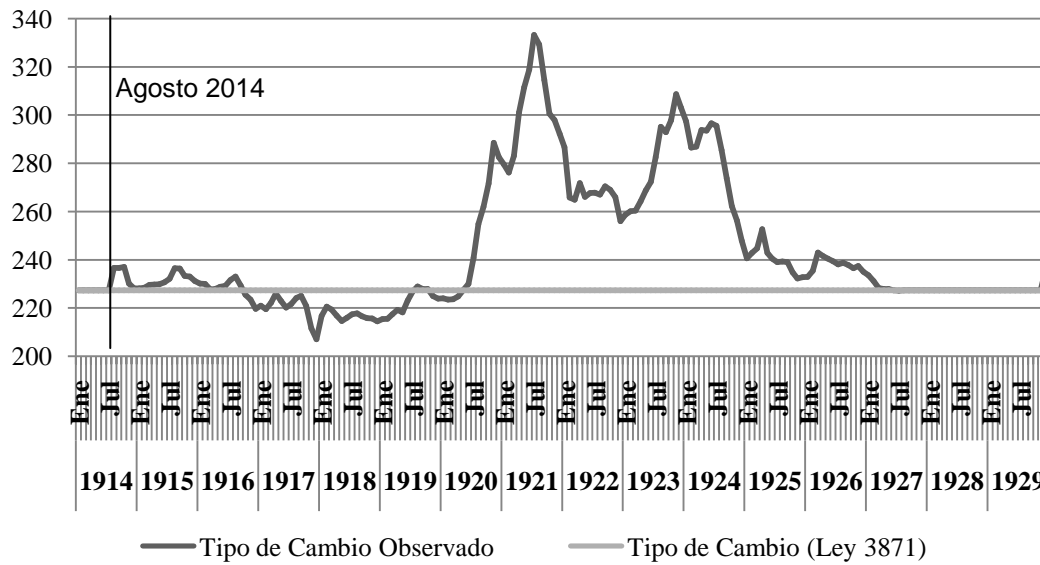
		Variación de la Base Monetaria			Total
		Variación Negativa	Sin variación	Variación positiva	
Variación del Oro	Variación Negativa	6	32	1	39
	Sin variación	0	1	0	1
	Variación positiva	5	37	9	51
Total		11	70	10	91

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Baiocco (1937).

Esta conducta de “*auto-regulación*” de la Caja de Conversión permite explicar el comportamiento del tipo de cambio durante el período de suspensión de convertibilidad (agosto 1914- agosto 1927). Cuando las reservas disminuían, la Caja mantenía constante la base monetaria (cerraba sus puertas), lo que se reflejaba en una depreciación del tipo de cambio; es decir el tipo de cambio observado se ubicaba por encima del tipo de cambio de paridad. Y cuando las reservas aumentaban, la Caja también mantenía constante la base, lo que llevaba a que el tipo de cambio se ubicara por debajo de la paridad (antes de 1920) o que comenzara su carrera descendente para acercarse al tipo de cambio de paridad (a partir de 1925). Ello permitió que la Argentina entrara al Patrón de Cambio Oro en agosto de 1927 con el mismo tipo de cambio de paridad de 2,27 pesos papel por 1 peso oro, sin problema de sobrevaluación de la moneda doméstica. (Véase Gráfico 2.)²⁵

²⁵ No está de más sugerir al lector la asociación de los movimientos de las reservas de la Caja de Conversión con los saldos de la Balanza de Pagos presentados en la sección 1.

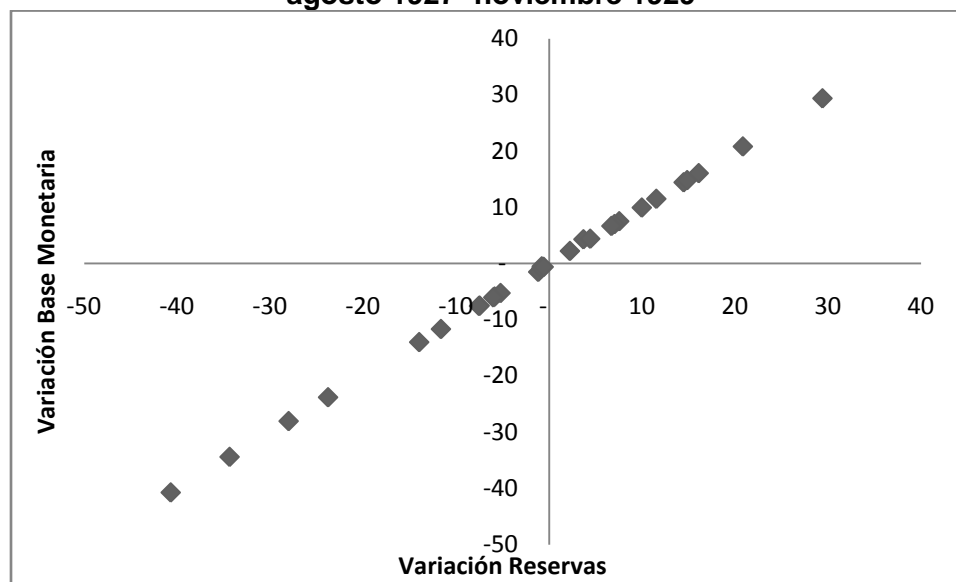
Gráfico 2: Tipo de Cambio, enero 1914- diciembre 1929



Fuente: Baiocco (1937).

Con el retorno a la convertibilidad, nuevamente se puso en funcionamiento la limitación del trilema macroeconómico (tipo de cambio fijo, libre movilidad de capitales y, por tanto, política monetaria endógena). El Gráfico 3 -un diagrama de dispersión entre las variaciones de la base monetaria y las reservas metálicas- nos revela que existió una asociación lineal fuerte y directa entre ambas variables. Y el Cuadro 3 muestra los resultados de la regresión. Como puede observarse, se confirma que existió una relación de uno a uno entre la base monetaria y las reservas metálicas. Es decir que la Caja de Conversión siguió de manera estricta el principio de la *Currency School* durante los veintiocho meses que estuvo en vigencia el Patrón de Cambio Oro: las expansiones y contracciones en la cantidad nominal de dinero primario correspondieron exactamente con las expansiones y contracciones en el stock de oro.

Gráfico 3: Diagrama de dispersión entre la base monetaria y las reservas metálicas, agosto 1927- noviembre 1929



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Baiocco (1937).

Cuadro 3: Modelo de regresión entre la base monetaria y las reservas metálicas, agosto 1927- noviembre 1929

Coeficiente β Estimado (MCG)		1,0000062
Error Estándar		0,000719
T observado ($H_0: \beta = 0$)		1391,56 (<0,0001)
T observado ($H_0: \beta = 1$)		0,00862 (0,993)
Número de Observaciones		26
R cuadrado ($H_0: \beta = 0$)		0,999987
Test Dickey-Fuller Aumentado	ΔR_t	-61,552 (< 0,01)
	ΔBM_t	-61,824 (< 0,01)
	Residuos	-65,598 (< 0,01)
Test Shapiro-Wilk sobre Residuos *		0,963 (0,436)
Test Ljung-Box (1 lag) sobre Residuos		0,945 (0,331)
Test Heteroscedasticidad de White sobre Residuos		1,8046 (0,4056)

Nota: La base monetaria y las reservas están expresadas en millones de pesos papel, siendo las reservas evaluadas a la paridad de 2,27 pesos papel por peso oro. Las variables están expresadas en primeras diferencias y se ha usado mínimos cuadrados ordinarios. Y los valores entre paréntesis corresponden a los p-value asociados a cada prueba.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Baiocco (1937).

En cuanto al Fondo de Conversión, como se verá en la sección siguiente, se movilizó en 1914 la cantidad de 20 millones de pesos oro -de un total de 30 millones- para salvar al sistema bancario de una inesperada corrida. Años después, los 10 millones restantes fueron movilizadas para el pago de los servicios de la deuda externa. (Véase Cuadro 4.) En efecto:

El 1º de enero de 1924 vencía el cupón de la deuda externa por 1.200.000 libras esterlinas y como la compra de cambios telegráficos sobre Londres, para su pago, ocasionaría quebrantos, se vió la conveniencia de hacer uso del Fondo de Conversión que la Ley N° 9479 autorizaba. El Banco otorgó un adelanto equivalente de aquella cantidad, debiendo restituirse ese fondo en oro sellado. El gobierno dejó constancia, en el decreto del 7 de noviembre de 1923, que la movilización del Fondo de Conversión había resultado beneficiosa, pues, con anterioridad a su uso, debió soportar, en los años 1921 y 1922, quebrantos por diferencias de cambio (...)²⁶

Recién en 1925 el gobierno comenzó con la operatoria de devolver el oro del Fondo de Conversión (véase Cuadro 4.). “A principios de 1927 aun se debían al Banco 7.000.000 de pesos oro. En acuerdo del 2 de septiembre, el Gobierno decidió transformar esa deuda a pesos moneda nacional, abriéndose, con tal fin, un descubierto por su equivalente, es decir, por 15.909.090,91, al 5% de interés anual.”²⁷ Es así como el Fondo de Conversión nuevamente pasó a estar constituido por 30 millones de pesos oro en 1927, gracias al descubierto otorgado por el Banco de la Nación al Gobierno. Para noviembre de 1929, estos 30 millones más 437 millones de pesos oro en el activo de la Caja de Conversión dieron un respaldo del 84% a los billetes en circulación.

²⁶ Banco de la Nación Argentina (1941: 347-48).

²⁷ Banco de la Nación Argentina (1941: 349).

Cuadro 4: Fondo de Conversión depositado en el Banco de la Nación Argentina, 1913-1929

Fin de Años	Fondo de Conversión
1913	30.000.000
1914	10.000.000
1915	10.000.000
1916	10.000.000
1917	10.000.000
1918	10.000.000
1919	10.000.000
1920	10.000.000
1921	10.000.000
1922	10.000.000
1923	10.000.000
1924	0
1925	7.093.800
1926	7.093.800
1927	30.000.000
1928	30.000.000
1929	30.000.000

Nota: Expresados en pesos oro.

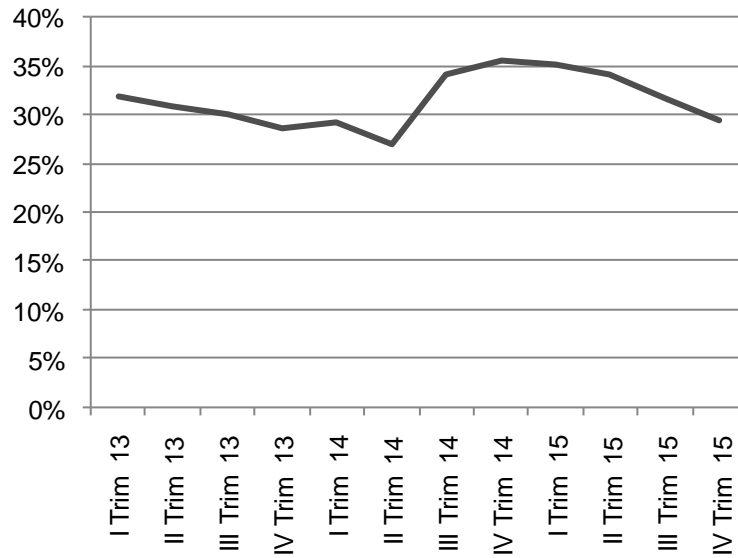
Fuente: Salama (1998: 396).

4. El Banco de la Nación Argentina y el sistema bancario

Con el estallido de la Primera Guerra Mundial, el público en Argentina mostró una preferencia por la liquidez. Dicha preferencia se tradujo en un aumento en el uso de billetes en desmedro de los depósitos. El público entró en pánico y comenzó una inesperada corrida. En efecto, en el tercer trimestre (julio-septiembre) de 1914, la razón circulante a depósitos aumentó un 26%, al mismo tiempo la caída total de depósitos fue del 12%. Esta corrida se dio en todos los bancos, aunque en distintas magnitudes: los bancos nacionales perdieron un 23,51% de sus depósitos, los extranjeros un 8,86% y el Banco de la Nación Argentina un 2,01%. (Véanse Gráficos 4 y 5.)

Entre octubre y diciembre, la razón circulante a depósitos registró un aumento del 4,15% y los depósitos una disminución del 2,25%. Esta disminución, mucho más leve que en el trimestre anterior, no se dio en todas las entidades. Los bancos nacionales ahora perdieron un 15,12% y los extranjeros un 3,51% de los depósitos, mientras que el Banco de la Nación registró un aumento del 8,74%. Ello era un claro signo de que la tormenta estaba pasando. Y para el primer trimestre (enero- marzo) de 1915 los indicadores mostraron que la crisis financiera ya se había sorteado. Los depósitos totales aumentaron un 5,21%, los del Banco de la Nación un 8,5%, los de los bancos extranjeros un 2,59% y los de los nacionales un 1,84%. (Véanse Gráficos 4 y 5.)

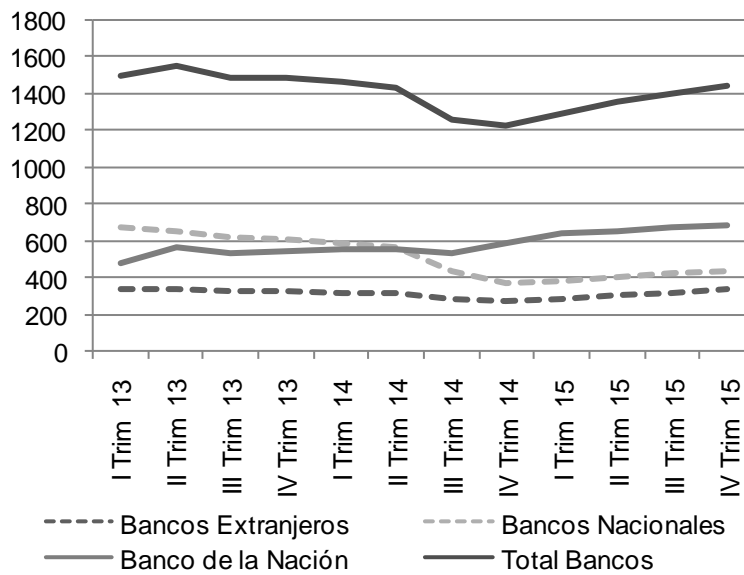
Gráfico 4: Razón circulante/depósitos, 1913- 1915



Notas: Expresado en porcentaje.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Baiocco (1937).

Gráfico 5: Volumen de depósitos por tipo de bancos, 1913- 1915



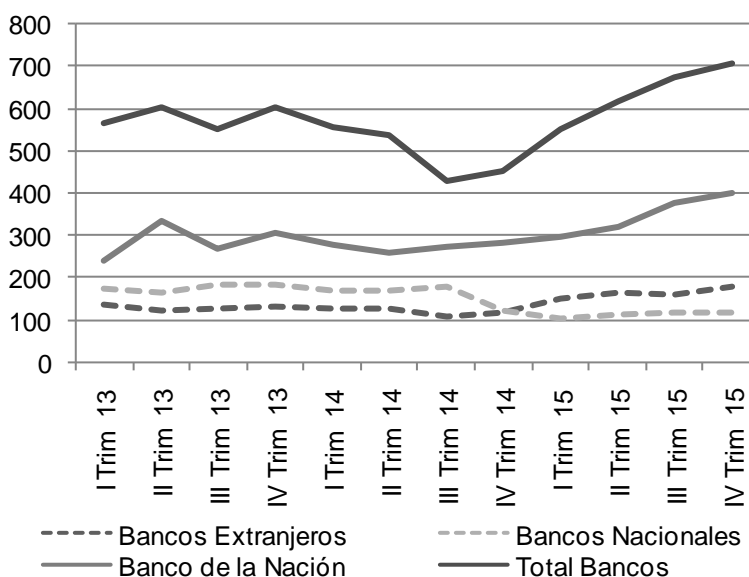
Notas: Expresado en millones de pesos moneda nacional.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Baiocco (1937).

Es de señalar que en el momento más álgido de la corrida (julio- septiembre de 1914), los bancos no presentaron problemas de liquidez. Sus reservas pudieron hacer frente a la caída

inesperada de depósitos. El nivel de liquidez²⁸ registró una caída del 19,88% en el sistema como un todo, pero mantuvo su signo positivo de 428,56 millones de pesos moneda nacional. Los bancos nacionales mostraron una disminución del 68,90% y un valor absoluto de 46,55 millones; y los bancos extranjeros registraron una disminución del 13,15% y un valor absoluto de 108,26 millones. El Banco de la Nación –“el banco de bancos”- no sólo mantuvo el nivel de liquidez con signo positivo (273,75 millones de pesos moneda nacional), sino que lo incrementó en un 5,06%. (Véase Gráfico 6)

Gráfico 6: Nivel de liquidez por tipo de bancos, 1913- 1915



Notas: Expresado en millones de pesos moneda nacional.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Baiocco (1937).

De este modo, la crisis financiera desatada por el estallido de la Primera Guerra Mundial fue muy corta y sin pérdida de activo financiero para los ahorristas, ya que los bancos pudieron hacer frente al retiro inusitado de depósitos. Cabe preguntarse: ¿cómo pudo sortearse la crisis?

En conformidad con la ley de redescuento 9479 –véase sección 2-, el 1 de septiembre de 1914 se movilizó del Fondo de Conversión “la cantidad de 20.000.000 de pesos oro, equivalentes a 45.454.545 pesos moneda nacional.” El destino fue el “salvataje” al sistema bancario. Esta cantidad es algo mayor que la registrada en el balance del Banco de la Nación (43,2 millones de pesos moneda nacional) como “redescuentos” en ese año.²⁹ Debe recordarse que el término “redescuentos” era utilizado en el balance para referirse a “un préstamo de un banco a otro, es decir, una operación de crédito acordada por nuestra institución” (el Banco de

²⁸ El 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. Tomado de Della Paolera y Taylor (2003: p. 87).

²⁹ La diferencia de algo más de 2 millones pudo ser utilizada para descontar documentos del propio Banco de la Nación.

la Nación), “con garantía de documentos de la cartera del banco prestatario.”³⁰ Lo importante aquí es que el Banco de la Nación no empleó el ahorro del público (depósitos) ni su capital para auxiliar a los otros bancos, sino parte del Fondo de Conversión. La merma del Fondo implicó la merma del respaldo metálico de la totalidad de la base monetaria; respaldo éste que pasó de 73% en 1913 a 66% en 1914. Este fue el costo del “salvataje” al sistema bancario. Pero -como vimos en la sección anterior- en noviembre de 1929, el Fondo ya había recuperado los 30 millones de pesos oro y la base monetaria contaba con un respaldo metálico del 84%.

Sorteada la corrida bancaria, los depósitos mostraron un crecimiento durante la Primera Guerra Mundial. Entre agosto de 1914 y diciembre de 1919, el ritmo de crecimiento promedio mensual fue del 1,5% (o sea 18% anual) en el Banco Nación, 1,55% en los otros bancos nacionales, y 1,7% en los bancos extranjeros (véase Cuadro 5)³¹. Estos aumentos pudieron estar asociados a que el público contó con más ahorro, debido a las limitaciones del consumo impuestas por la propia guerra.³²

Cuadro 5. Tasa de crecimiento real de los depósitos (promedios mensuales)

Sub-períodos	Banco Nación	Bancos Nacionales	Bancos Extranjeros
Enero 1908- Julio 1914	0,96%	0,16%	0,11%
Agosto 1914- Diciembre 1919	1,50%	1,55%	1,70%
Enero 1920- Julio 1927	0,39%	0,38%	0,04%
Agosto 1927- Diciembre 1928	1,31%	1,65%	1,29%

Nota: Tasa de crecimiento real de los depósitos es igual a la tasa de crecimiento de los depósitos nominales menos la tasa de crecimiento de la tasa de interés nominal.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Baiocco (1937).

Conjuntamente con el crecimiento de los depósitos en todos los bancos, se dio un aumento en la participación del Banco de la Nación en el total de los depósitos. En efecto, la participación promedio del Banco se ubicó por encima del 40% a partir de agosto de 1914, en tanto que la misma había sido del 31% entre enero de 1908 y julio de 1914 (véase Cuadro 6).

³⁰ Banco de la Nación Argentina (1941: 260 y 319).

³¹ Si en lugar de considerar agosto de 1914, tomamos enero de 1915 cuando la crisis ya fue sorteada, las tasas de crecimiento de los depósitos fueron: 1,2% promedio para el Banco de la Nación, 1,8% para los otros bancos nacionales y 1,7% para los extranjeros. Como puede verse las diferencias no son importantes.

³² Véase sección 1 sobre la Balanza de Pagos.

Cuadro 6. Participación promedio del Banco de la Nación Argentina en el total de depósitos

Sub-períodos	Participación
Enero 1908- Julio 1914	31%
Agosto 1914- Diciembre 1919	45%
Enero 1920- Julio 1927	42%
Agosto 1927- Diciembre 1928	44%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Baiocco (1937).

En cuanto a la liquidez del sistema, el Banco de la Nación operó con una razón reservas a depósitos del 47% promedio entre agosto 1914 y diciembre de 1919; este porcentaje se ubicó muy por encima del 22% promedio registrado por el Departamento Comercial del Banco de Inglaterra entre 1914 y 1919. Asimismo, los restantes bancos argentinos operaron con un 35% (29% los nacionales y 42% los extranjeros), mientras que los competitivos bancos comerciales estadounidense lo hicieron con un 26% promedio. (Véanse Cuadros 7 y 9.)³³

Respecto a la razón capital a activo, el Banco de la Nación actuó con una razón del 13% promedio entre agosto 1914 y diciembre de 1919; 4 puntos por encima de la computada por el Departamento Comercial del Banco de Inglaterra entre 1914 y 1919. Igualmente, los restantes bancos argentinos trabajaron con un ratio del 24% (30% los nacionales y 13% los extranjeros); muy por encima del 8% registrado por los bancos comerciales estadounidense. (Véanse Cuadros 8 y 9.)

Cuadro 7. Razón reservas a depósitos

Sub-períodos	Banco Nación	Bancos Restantes Total	Bancos Nacionales	Bancos Extranjeros
Enero 1908- Julio 1914	51%	32%	28%	40%
Agosto 1914- Diciembre 1919	47%	35%	29%	42%
Enero 1920- Julio 1927	28%	29%	26%	34%
Agosto 1927- Diciembre 1928	34%	23%	23%	25%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Baiocco (1937).

³³ Se ha escogido como casos de referencia a Reino Unido y Estados Unidos, debido a las razones siguientes: 1) la importancia –más que sabida- de dichos países en la economía mundial del período; 2) el Banco de Inglaterra ocupaba un lugar dominante en el sistema inglés, al igual que el Banco de la Nación en el argentino. 3) el sistema de Estados Unidos presentaba una estructura competitiva, por lo que sus bancos comerciales tenían una importancia pequeña en el mercado, al igual que los bancos restantes argentinos.

Cuadro 8. Razón capital a activo

Sub-períodos	Banco Nación	Bancos Restantes Total	Bancos Nacionales	Bancos Extranjeros
Enero 1908- Julio 1914	22%	25%	32%	11%
Agosto 1914- Diciembre 1919	13%	24%	30%	13%
Enero 1920- Julio 1927	9%	14%	17%	10%
Agosto 1927- Diciembre 1928	8%	13%	15%	10%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Baiocco (1937).

Cuadro 9: Departamento Comercial del Banco de Inglaterra y Bancos Comerciales de los Estados Unidos: Reservas a Depósitos y Capital a Activo**Departamento Comercial del Banco de Inglaterra**

Sub-períodos	Reservas/ Depósitos	Capital/ Activo
1909-1913	47%	20%
1914-1919	22%	9%
1920-1926	17%	10%
1927-1928	34%	11%

Bancos Comerciales de los Estados Unidos

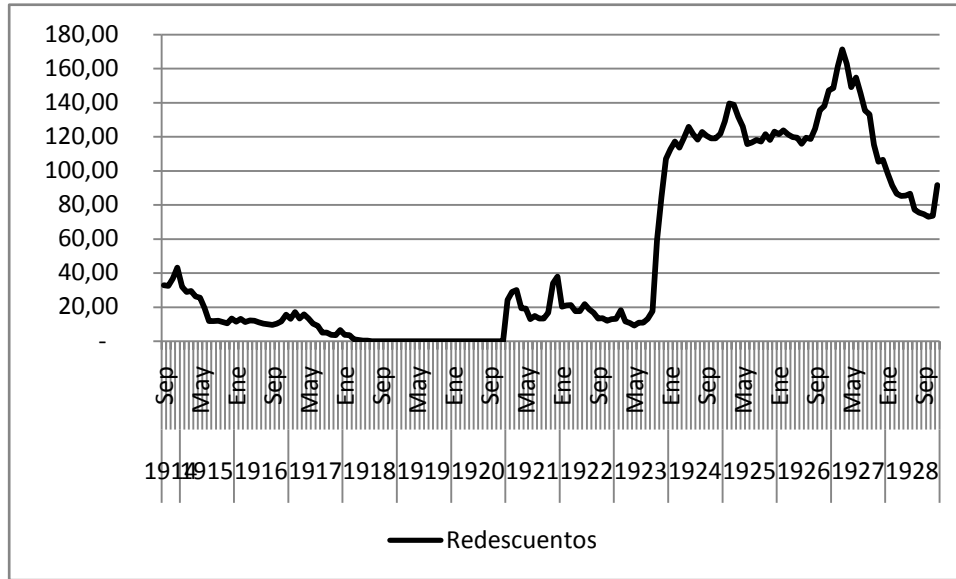
Sub-períodos	Reservas/ Depósitos	Capital/ Activo
1908-1913	30%	10%
1914-1919	26%	8%
1920-1926	21%	6%
1927-1928	19%	6%

Nota: Los porcentajes son promedios anuales.

Fuente: Mitchel, B.R. (1962); Federal Reserve (1959).

Cabe preguntarse ahora qué papel jugaron los “redescuentos” en la liquidez del sistema. Después de movilizados los 20 millones de pesos oro (45,45 millones de pesos papel) del Fondo de Conversión para frenar la corrida bancaria, el Banco de la Nación continuó ejerciendo la facultad de prestar al resto de los bancos, “con garantía de documentos de la cartera del banco prestatario.” El Gráfico 7 exhibe la evolución de los “redescuentos”. Como puede observarse, éstos mostraron una disminución (de 32,9 millones de pesos en septiembre de 1914 a 0,30 millones en junio de 1918) y luego un valor nulo. El Cuadro 10 presenta los resultados de un ejercicio contrafactual. Revela cuál fue la razón reservas/ depósitos del resto de los bancos y cuál hubiera sido dicha razón si el Banco de la Nación no les hubiera otorgado “redescuentos”. El resultado es contundente: ambos ratios son casi iguales (35% y 34%). Es decir, la liquidez de los bancos restantes no dependió prácticamente de la ayuda del banco dominante.

Gráfico 7. “Redescuentos” del Banco de la Nación Argentina



Fuente: Baiocco (1937).

Cuadro 10. Razón Reservas a Depósitos del total de bancos

Sub-períodos	Valores Observados	Contra factuales
Septiembre 1914- Diciembre 1919	35%	34%
Enero 1920- Julio 1927	29%	26%
Agosto 1927- Diciembre 1928	23%	19%

Nota: Para obtener los valores contrafactuales, se resta a las reservas los redescuentos.
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Baiocco (1937).

De este modo -frenada la corrida bancaria de 1914-, el sistema siguió gozando de buena salud: los depósitos crecieron en valores reales y los ratios reservas/depósitos y capital/activo se mostraron muy por encima de los casos de referencias (Reino Unido y Estados Unidos). En cuanto a los “redescuentos” del Banco de la Nación –al igual que en el período del Patrón Oro- no tuvieron importancia en la liquidez del resto de los bancos.

En el segundo sub-período de suspensión de la convertibilidad (enero 1920- julio 1927), los depósitos perdieron el dinamismo del sub-período anterior. La tasa de crecimiento promedio mensual fue del 0,39% (o sea 4,7% anual) en el Banco Nación; 0,38% en los otros bancos nacionales; y 0,04% en los bancos extranjeros (véase Cuadro 5).

Respecto a la razón reservas/ depósitos, ésta mostró un descenso importante en relación al sub-período inmediatamente anterior: bajó a un 28% promedio en el Banco de la Nación y a un 29% en los bancos restantes (26% en los bancos nacionales y 34% en los

extranjeros). No obstante, este descenso relativo no fue privativo al sistema argentino. El Departamento Comercial del Banco de Inglaterra vio caer su razón reservas/ depósitos a un 17% y los bancos comerciales estadounidenses a un 21% promedio entre 1920 y 1926. (Véanse Cuadros 7 y 9.) Como puede verse, los bancos argentinos siguieron registrando ratios de liquidez superiores a los casos de referencia.

La razón capital a préstamos también se redujo. En el Banco de la Nación, la razón fue del 9%, colocándose por primera vez 1 punto por debajo de la registrada en el Departamento Comercial del Banco de Inglaterra. Y en los bancos restantes fue del 14%, ubicándose todavía muy por encima del 6% registrada en los bancos estadounidenses.

En cuanto a los “redescuentos” del Banco de la Nación, éstos aumentaron en valores nominales entre enero de 1920 y julio de 1927: pasaron de 24,20 millones de pesos papel a 145,40 (véase Gráfico 7). El ejercicio contrafactual revela que el aporte de los “redescuentos” a la razón reservas/ depósitos de los restantes bancos fue de 3 puntos. Revela además que de no haberse efectuado esta operación la razón hubiese sido del 26% promedio, 5 puntos aún superior a la de los bancos estadounidense. (Véanse Cuadros 10 y 9.)

Por lo tanto, es recién a partir de los años 1920 que el sistema bancario argentino mostró un debilitamiento; pero sólo en relación al pasado. Según el ratio reservas/ depósitos, los bancos argentinos operaron con mayor liquidez que los casos de referencia (Reino Unido y Estados Unidos) en el mismo período. Y según el ratio capital/activos, el Banco de la Nación se colocó sólo 1 punto por debajo del Banco de Inglaterra; y los bancos restantes siguieron ubicados muy por encima de sus pares estadounidenses. En relación a los “redescuentos”, éstos comenzaron a tener una mayor importancia como colaborador en la liquidez del sistema a partir de dicha década. Aunque ello no significa que la salud de los bancos restantes dependiera de la ayuda financiera del Banco de la Nación.

A la vuelta del Patrón de Cambio Oro, los depósitos crecieron con fuerza en todos los bancos e incluso con mayor ímpetu que en la época del Patrón Clásico Oro. Entre agosto de 1927 y diciembre de 1928, la tasa de crecimiento promedio mensual fue del 1,3% (o sea 16% anual) en el Banco Nación; 1,65% en los otros bancos nacionales; y 1,3% en los bancos extranjeros (véase Cuadro 5). Acompañando este crecimiento, el Banco de la Nación concentró el 44% del total de los depósitos (véase Cuadro 6).

En cuanto a la razón reservas/ depósitos, ésta fue del 34% promedio en el Banco de la Nación, resultando igual a la del Departamento Comercial del Banco de Inglaterra; y del 23% en los bancos restantes (23% en los nacionales y 25% en los extranjeros), colocándose por encima del 19% promedio registrado en los bancos comerciales estadounidenses (véanse Cuadros 7 y 9).

Respecto a la razón capital/activo, se observa un síntoma de debilidad. El Banco de la Nación exhibió una tasa del 8%, ahora 2 puntos por debajo de la registrada por el Departamento Comercial del Banco de Inglaterra. Aquí sí podemos hablar de una debilidad de solvencia. Los bancos restantes, en cambio, mostraron una razón del 13% (15% los nacionales y 10% los extranjeros), 7 puntos por encima a la registrada por los bancos estadounidenses.

Por último, en relación a los “redescuentos” del Banco de la Nación, éstos mostraron una disminución en valores nominales entre agosto de 1927 y diciembre de 1928: de 135,3 millones

de pesos papel bajaron a 91,6 millones. No obstante, el ejercicio contrafactual revela que el aporte de los “redescuentos” a la razón reservas/ depósitos de los restantes bancos fue de 4 puntos. Revela además que de no haberse efectuado esta operación la razón hubiese sido del 19% promedio, porcentaje éste ahora igual al de los bancos estadounidense. (Véanse Cuadros 10 y 9.) Obsérvese que comienza a asomarse una debilidad en la liquidez de los bancos restantes: la ayuda del Banco de la Nación bajó en términos nominales y su contribución a la liquidez de aquéllos aumentó. Pero esta debilidad –a juzgar por los números- no parece aún preocupante.

Ahora bien: ¿podemos apoyar la tesis –sostenida por los trabajos más recientes- de que el sistema bancario argentino fue insano (o estuvo “podrido”) en la década del 20?³⁴ Los indicadores seleccionados para medir la salud de los bancos nos llevan a considerar esta tesis como exagerada. Más bien se observa que el sistema argentino –al igual que el de Reino Unido y los Estados Unidos- mostraron un debilitamiento en su posición de liquidez y solvencia en relación al pasado. Al parecer, a partir de los años 20, los sistemas bancarios comenzaron a trabajar con más altos riesgos de liquidez y crediticio que en el pasado. Sólo se observa, en el caso argentino, una debilidad en relación a la solvencia del Banco de la Nación: el ratio capital/activo comenzó a colocarse (1 y 2 puntos) por debajo del registrado en el Departamento Comercial del Banco de Inglaterra. Esta debilidad parece estar asociada a la actuación del Estado Nacional.

5. La Actuación del Estado Nacional

Como se dijo en la Introducción, el Banco de la Nación Argentina fue desde sus inicios el agente financiero del Estado Nacional. En conformidad con ello, existía una cuenta corriente de la <Tesorería General de la Nación>, cuyo saldo deudor no podía superar el 20% del capital del Banco de acuerdo a la ley 4507 de 1904. Pero –como puede verse en el Cuadro 11- el uso del crédito no siempre se ajustó a los términos de la ley.

³⁴ Cfr. della Paolera y Taylor (2003).

Cuadro 11. Estado de la cuenta <Tesorería General de la Nación>

Años	Saldo	Límite legal	Exceso
1914	692 (deudor)	32.221	
1915	21.538 (deudor)	32.221	
1916	52.563 (deudor)	32.221	SI
1917	49.444 (deudor)	32.654	SI
1918	56.044 (deudor)	33.996	SI
1919	64.104 (deudor)	36.441	SI
1920	7.806 (deudor)	38.986	
1921	54.317 (deudor)	41.036	SI
1922	1.713 (acreed.)	41.991	
1923	S/D		
1924	S/D		
1925	S/D		
1926	44.300 (acreed.)	42.400	
1927	46.700 (acreed.)	43.900	
1928	47.300 (acreed.)	44.300	

Nota: expresado en miles de m\$.n.

Fuente: Banco de la Nación Argentina (1941: 346-47).

En cuanto a los excesos, la memoria de 1917 expresa que: “El Directorio, en casos impuestos por premiosas e ineludibles exigencias del crédito exterior de la Nación, cuya integridad y solvencia era imperioso deber conservar incólumes, ha acordado al Poder Ejecutivo excesos sobre el límite del crédito que la Carta Orgánica fija al Gobierno de la Nación”. Y la memoria de 1918 afirma que:

El Directorio ha pensado que la situación extraordinaria que pesa sobre el mundo y el deber primordial de mantener intacto el crédito de la Nación en el exterior, justifican esa extralimitación, teniendo también presente que ella obedece a causas que felizmente son transitorias y que con su desaparición el P.E. podrá colocarse dentro de los términos establecidos por nuestra carta orgánica.³⁵

Dentro de esta situación “extraordinaria” aparecen dos formas de créditos: a) el “redescuento” de Letras de Tesorería de la Nación; y b) los Préstamos Oficiales.

El “redescuento” de Letras de Tesorería de la Nación se registra a partir de 1915 y se creó con el “propósito de sostener, con capitales nacionales disponibles, la deuda flotante del Estado”. El instrumento de crédito fueron las Letras de Tesorería, “emitidas generalmente al plazo de 180 días”³⁶ y generalmente también renovables. La operación consistió en que los bancos descontaban directamente las letras al Estado o a los proveedores/contratistas de éste; pero, a su vez, solicitaban los adelantos al Banco de la Nación caucionando las letras de Tesorería. El objetivo de toda esta operación era que jurídicamente la deuda no apareciera a nombre del Estado (deuda indirecta); de esta manera, quedaba sorteada la restricción legal.³⁷

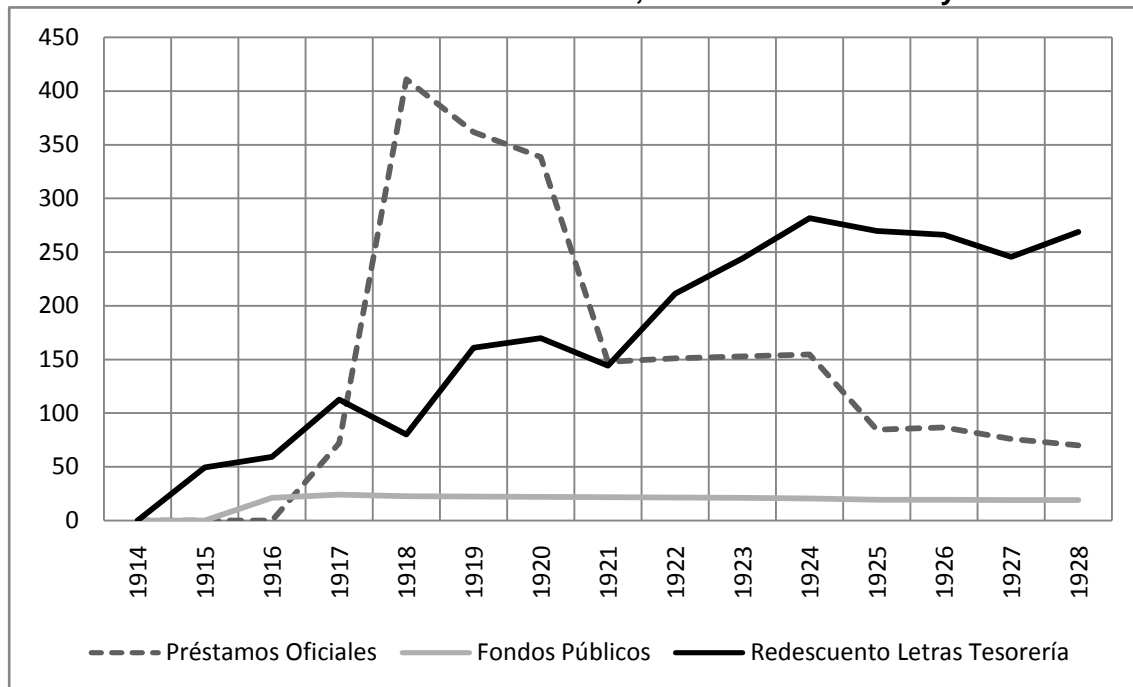
³⁵ Banco de la Nación Argentina (1941: 345-46).

³⁶ Banco de la Nación Argentina (1941: 344).

³⁷ Cfr. Carballo (2008); y Regalsky e Iglesias (2014).

El Gráfico 8 muestra la evolución del “redescuento” de Letras de la Tesorería de la Nación. Como puede observarse, este tipo de crédito exhibió una tendencia ascendente (la tasa promedio anual fue del 21,3%) entre 1915 y 1924; luego la tendencia se hace suavemente descendente (la tasa pasó al -4,4%) entre 1924 y 1928. Obsérvese, además, que el “redescuento” de Letras se transformó en la principal fuente de créditos “extraordinarios” a partir de 1921.

Gráfico 8. “Redescuento” de Letras de Tesorería, Préstamos Oficiales y Fondos Públicos



Nota: expresado en millones de m\$n.

Fuente: Banco de la Nación Argentina (1941: 262, 342 y 345).

El segundo tipo de créditos “extraordinarios” fueron los Préstamos Oficiales, los cuales se registran a partir de 1917. Estos comprendieron los siguientes ítems:

- Adelantos al Gobierno de la Nación
- Letras de Tesorería de la Nación
- Cancelación Préstamo Chatham
- Cancelación Préstamo Baring
- Ministerio de Hacienda Ley 10.251
- Cuentas Diversas del Gobierno Nacional
- Diferencia de Cambio e Intereses
- Préstamo Ley 10.350³⁸

El Gráfico 8 también muestra la evolución de los Préstamos Oficiales. Como puede verse, el volumen máximo se alcanzó en 1918 con la sanción de la ley 10.350. En conformidad

³⁸ Banco de la Nación Argentina (1941: 262).

a esta ley: “Abriase al Gobierno de la Nación un crédito extraordinario de 200.000.000 de pesos oro, equivalente a 454.545.000 pesos moneda nacional, con destino a la adquisición, por Francia e Inglaterra, del sobrante de nuestra cosecha de trigo y lino, estimado aproximadamente en 2.500.000 toneladas.”³⁹ Luego, a partir de 1921, este tipo de crédito se ubicó por debajo del “redescuento” de Letras de Tesorería.

Una última forma de financiamiento del Estado Nacional, que tomó protagonismo en el activo del Banco de la Nación a partir de 1916, fueron los Fondos Públicos Nacionales. Por la ley 4507 de 1904, el Banco estuvo autorizado a “emplear hasta el veinte por ciento de sus fondos en títulos de deuda pública nacional adquiridos en el mercado”.⁴⁰ A diferencia de los créditos, la inversión en títulos públicos no excedió el límite legal. Asimismo, su importancia fue de poca cuantía en relación a los “redescuentos” de Letras de Tesorería y Préstamos Oficiales (véase Gráfico 8).

Finalmente, cabe preguntarse: ¿cuál fue el impacto de estas formas de financiamiento al Estado Nacional post 1914 en la razón capital/activo del Banco de la Nación? Para ello, hemos elaborado un nuevo ejercicio contrafactual. Hemos restado al activo del Banco de la Nación el “redescuento” de Letras de Tesorería, los Préstamos Oficiales y los Fondos Públicos; y luego hemos calculado la razón capital/activo (contrafactual). Las series de los ratios observado y contrafactual se presentan en el Gráfico 9. Como puede verse la diferencia entre ambas series es significativa.⁴¹ Ello nos permite sugerir que la actuación del Estado jugó un papel central en la solvencia del Banco de la Nación.

³⁹ Banco de la Nación Argentina (1941: 343).

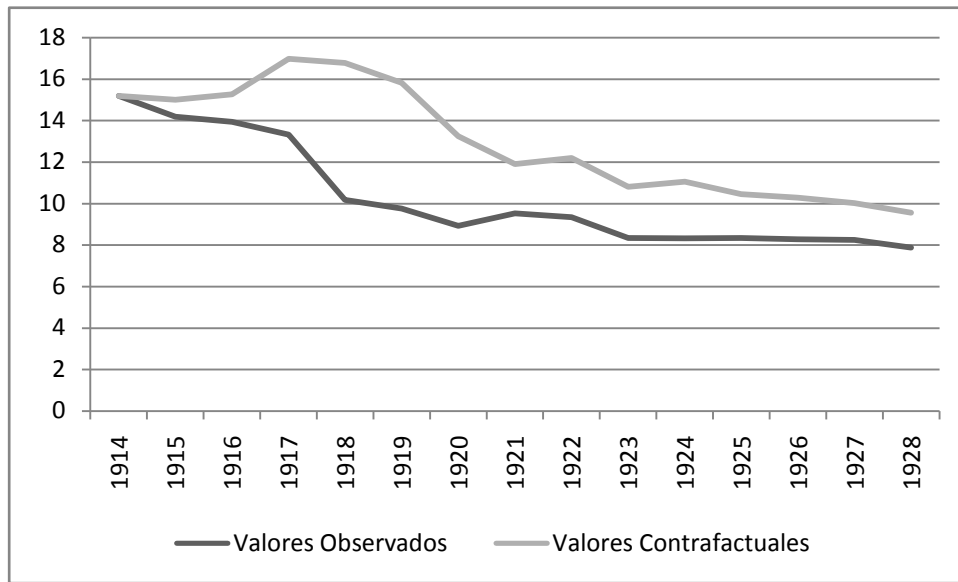
⁴⁰ Banco de la Nación Argentina (1941: 233).

⁴¹ Esto se confirma utilizando la prueba de igualdad de medias para muestras independientes. Se utilizó la prueba no paramétrica de Wilcoxon, debido a que ambas muestras no verifican el supuesto de normalidad (test Shapiro-Wilk) pero sus varianzas son homogéneas.

Variable	Número de Observaciones	Test Shapiro-Wilk	Test de Homogeneidad de Varianzas	Media	Test Wilcoxon de igualdad de medias
C/A observado	15	0,77 (<0,0001)	1,07 (0,9027)	10,246	304,5 (0,0028)
C/A contrafáctico	15	0,86 (0,0401)		12,972	

Nota: Se rechaza la hipótesis nula de que la media del ratio capital/ activo observado sea igual a la media del ratio capital/activo contrafáctico, con un nivel de significación del 5%.

Gráfico 9. Banco de la Nación Argentina: razón capital a activo



Nota: Los valores están expresados en porcentajes. Los contrafactuales se obtuvieron restando al Activo el “redescuento” de Letras de Tesorería, los Préstamos Oficiales y los Fondos Públicos.

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Baiocco (1937) y Banco de la Nación Argentina (1941).

Conclusiones

El propósito de esta ponencia, ha sido el estudio del comportamiento de la Caja de Conversión y el Banco de la Nación Argentina en los agitados años que van desde la Gran Guerra hasta la Gran Depresión.

Los resultados de la investigación revelan que, durante el período de suspensión de la convertibilidad (agosto 1914- agosto 1927), la Caja de Conversión no siguió el “*patrón de una sola mano*”, como se dice reiteradamente en la literatura. El comportamiento predominante fue el que llamamos de “*auto-regulación*”, es decir: si las reservas metálicas disminuían, la base monetaria se mantenía constante; y si las reservas aumentaban, la base también se mantenía constante.

Con el retorno a la convertibilidad, nuevamente se puso en funcionamiento la limitación del trilema macroeconómico (tipo de cambio fijo, libre movilidad de capitales y, por tanto, política monetaria endógena). La Caja de Conversión siguió de manera estricta el principio de la *Currency School*: las expansiones y contracciones en la cantidad nominal de dinero primario correspondieron exactamente con las expansiones y contracciones en el stock de oro.

En cuanto al sistema bancario, se produjo una inesperada corrida con el estallido de la Primera Guerra Mundial. Pero la crisis fue rápidamente sorteada gracias a la movilización de 20 millones de pesos oro del Fondo de Conversión el 1 de septiembre de 1914. El costo del “salvataje” fue una caída del respaldo metálico de la base monetaria de 7 puntos (pasó del 73% en 1913 al 66% en 1914).

Sorteada la corrida, los depósitos crecieron en valores reales y la participación del Banco de la Nación en el total de depósitos aumentó. Los ratios de liquidez de las entidades bancarias fueron similares a los registrados durante el período del Patrón Clásico Oro y más altos que los de los sistemas inglés y estadounidense. Y, después de movilizados los 20 millones de pesos oro del Fondo de Conversión, la liquidez de los bancos prácticamente no dependió de los “redescuentos”.

La situación cambió a partir de 1920. El sistema bancario argentino mostró un debilitamiento –al igual que el del Reino Unido y Estados Unidos- en relación a los años previos. Al parecer los sistemas bancarios operaron con mayores riesgos de liquidez y crediticio en los 20 que en el pasado. En el caso argentino, en particular, sólo se observa una debilidad en relación a la solvencia del Banco de la Nación: el ratio capital/activo comenzó a colocarse (1 y 2 puntos) por debajo del registrado en el Departamento Comercial del Banco de Inglaterra. En relación a los “redescuentos”, éstos comenzaron a tener una mayor importancia como colaborador en la liquidez. Aunque ello no significa que la salud de los bancos restantes dependiera de la ayuda financiera del Banco de la Nación. Por lo tanto, la tesis –sostenida por los trabajos más recientes- de que el sistema bancario argentino fue insano (o estuvo “podrido”) en la década del veinte parece exagerada.

Por último, los resultados de la investigación revelan que el Estado Nacional ejerció una fuerte presión sobre el Banco de la Nación post 1914. Esta presión se dió a través de tres fuentes de financiamiento: a) el “redescuento” de Letras de Tesorería de la Nación; b) los Préstamos Oficiales; y c) los Fondos Públicos Nacionales. Lo nuevo y lo que cobró mayor importancia a partir de 1921 fue el “redescuento” de Letras. El objetivo de su creación fue el financiamiento de la deuda flotante del Estado. La operación consistió en que los bancos descontaban directamente las letras al Estado o a los proveedores/ contratistas de éste; pero, a su vez, solicitaban los adelantos al Banco de la Nación caucionando las letras de Tesorería. Muy probablemente, ello pudo ser la razón de la pérdida de solvencia del Banco de la Nación a partir de los 20.

Bibliografía y Fuentes

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

Arnaudo, Aldo (1987), *Cincuenta años de política financiera argentina 1934- 1983*, El Ateneo, Buenos Aires.

Baiocco, Pedro (1937), *La economía bancaria argentina*, Buenos Aires, Universidad de Buenos Aires.

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

Carballo, Carlos Alberto (2008), “La política monetaria en los tiempos de la Caja de Conversión”, Pontificia Universidad Católica Argentina, Facultad de Ciencias Sociales y Económicas, Departamento de Economía, documento de Trabajo, N° 24.

Cortés Conde, Roberto (2003), *Historia económica mundial. Desde el Medioevo hasta los tiempos contemporáneos*, Buenos Aires, Ariel.

della Paolera, Gerard y Taylor, Alan M. (2003), *Tensando el Ancla. La Caja de Conversión argentina y la búsqueda de la estabilidad macroeconómica, 1880- 1935*, Buenos Aires, Fondo de Cultura Económica.

Eichengreen, Barry (1996), *Globalizing Capital*, Princeton University Press.

Federal Reserve (1959). All Bank Statistics. United States 1896-1955. Board of Governors of The Federal Reserve System.

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

Ford, Alec George (1966), *El patrón oro: 1880- 1914. Inglaterra y Argentina*, Buenos Aires, Editorial del Instituto Torcuato Di Tella, (Primera edición en castellano).

Gómez, Mónica (2014), "El Modelo de la Caja de Conversión y el Banco de la Nación Argentina en el período del Patrón Oro (1900- 1914)", Cuarto Congreso Latinoamericano de Historia Económica, Bogotá.

Hobsbawn, Eric (2009), *Historia del Siglo XX*, Buenos Aires, Crítica.

Marichal, Carlos (2010), *Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1873- 2008*, Buenos Aires, Debate.

Mitchel, B.R. (1962) Abstract of British Historical Statistics. At the University Press. Cambridge.

Quinteros Ramos, Angel (1950). *Historia monetaria y Bancaria de Argentina (1500-1949)*. Traducción, por el propio autor, de su tesis doctoral escrita por la Escuela de Comercio de New York University. Tomo I.

Regalsky, Andrés y Mariano Iglesias (2014), "Banco estatal, mercados financieros y crisis: el Banco de la Nación Argentina como prestamista de última instancia entre 1914 y 1924", Cuarto Congreso Latinoamericano de Historia Económica, Bogotá.

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