

La Argentina y el abandono del patrón oro.

Elías Salama
Universidad Nacional de La Plata

Introducción. Este trabajo tiene por propósito principal examinar un episodio de la evolución monetaria argentina, cual fue el abandono del patrón oro a fines de la tercera década del siglo XX. Para ello se considera en primer término la evolución económica del período que precedió al abandono del patrón oro y los años inmediatos posteriores. En una segunda parte se analiza la política monetaria desarrollada por el Banco de la Nación como banco central a partir de 1927 y que aparece mencionada en el Mensaje del Poder Ejecutivo al Congreso del 17 de enero de 1935. También se consideran otros aspectos relacionados con el abandono del patrón oro por la Argentina.

Evolución de algunas variables macroeconómicas

El Cuadro 1 muestra la evolución del producto bruto interno entre 1920 y 1934 (base 1920=1) con un crecimiento anual del 3.4%. La serie muestra un año con una leve caída en el PBI (1925) y la fuerte caída de los años de la crisis, de 1930 a 1932. El Gráfico 1 muestra la evolución del PBI desde principios del siglo XX y hasta 1934. Se destacan dos períodos muy negativos: el ya mencionado de los años 1930 a 1932 y el período correspondiente a la Primera Guerra Mundial. También se destaca el período de 1926 a 1929, comprendiendo 4 variaciones anuales, con una tasa anual de crecimiento del 5.7%. La participación promedio de los sectores agrícola, ganadero y pesca en el producto bruto interno era alta: aproximadamente 26%, que se puede comparar con la de 1955 que era del 17% y la de 1980 que era del 14%. Otto Niemeyer, asesor del Gobierno Argentino en materia de creación del Banco Central, había manifestado en 1933 que “el sistema económico Argentino ... está expuesto a tensiones mayores que las que acontecen en países de estructura más diversificada” .

CUADRO 1: Producto bruto interno

Año	Indice	Tasa de crecimiento (%)	Año	Indice	Tasa de crecimiento(%)
1920	1.0000	7.3	1928	1.5736	6.2
1921	1.0256	2.6	1929	1.6461	4.6
1922	1.1076	8	1930	1.5780	-4.1
1923	1.2296	11	1931	1.4684	-6.9
1924	1.3255	7.8	1932	1.4198	-3.3
1925	1.3200	-0.4	1933	1.4865	4.7
1926	1.3836	4.8	1934	1.6038	7.9
1927	1.4817	7,1			

Fuente: CEPAL

La evolución de las tenencias de oro en la Caja de Conversión y de los bancos a partir de 1920 con datos anuales, es mostrada en el Cuadro 2. Entre 1920 y 1926 cayeron las existencias de oro visible un 7.5%. De acuerdo con Balboa (1972), ello se debió a las remesas de inmigrantes, a los servicios financieros tanto de la deuda pública como de la privada y al ingreso insuficiente de capitales, ya que la balanza comercial fue favorable. Los años 1927 y 1928 fueron de balances favorables tanto por la cuenta comercial como por los ingresos de capital. En 1927, el Gobierno recibió préstamos por m\$ⁿ 234 millones

y en 1928 el Gobierno solo recibió m\$n 59 millones (Quintero Ramos, pág. 190). A partir de mediados de 1928 el movimiento del oro modificó su tendencia. En 1929 los capitales cesaron de afluir y el stock de oro visible total (oro en la Caja de Conversión y en los bancos) disminuyó el 28.1%. Entre fines de Agosto de 1928 y fines de Diciembre de 1929, el stock visible de oro disminuyó en 195 millones de pesos oro.

CUADRO 2. Existencias de oro visibles (en millones de pesos oro)

Fin del año	En Caja de Conversión ⁱ	En bancos	En Banco de la Nación	Total ⁱⁱ
1920	474.72	43.14	24.73	513.74
1921	474.72	34.38	23.17	504.98
1922	474.72.	33.25	23.29	503.85
1923	474.72	22.26	12.91	492.86
1924	451.78	17.27	8.31	469.05
1925	451.78	23.48	15.25	475.26
1926	451.78	23.52	15.21	475.30
1927	477.58	81.81	70.86	559.40
1928	489.66	151.21	139.79	640.87
1929	419.64	41.22	30.12	460.87
1930	425.77	9.60	1.28	435.47
1931	260.89	3.17	1.03	264.06
1932	256.92	2.07	0.97	259.00
1933	246.84	2.06	0.94	248.90
1934	246.84	1.15	0.14	247.99

Fuente: La Economía Argentina

En el Banco de la Nación hay un significativo aumento del stock de oro en 1927 y 1928, sobre el que volveremos, asociado con aumentos menos significativos del stock de oro en la Caja de Conversión. En 1931, se observa una pronunciada caída del stock de oro de la Caja.

Las cifras trimestrales muestran que entre el primer trimestre de 1927 y el primero de 1932, las tenencias de oro de la Caja (incluido el oro depositado en las legaciones) decrecen de 451.78 millones de pesos oro a 256,92 millones de pesos oro, una caída del 43% en el acervo de oro. El Gráfico 2 con datos trimestrales muestra estos movimientos.

Los precios de las exportaciones (base 1913=100) reflejan a fines de la década la magnitud de la crisis: pasaron de un nivel de 116.2 en 1929 a 89.0 en 1930, con una caída del 23.4%, mientras que los de las importaciones pasaron en el mismo período de 128.6 a 112.4, con una caída del 12.6%.

CUADRO 3 : Balance de pagos e Indices de precios.

Año	Exportaciones Mill. m\$	Importaciones Mill. M\$	Saldo Mill. m\$	Balance pagos Mill.m\$	Precios de exportaciones Base 1913	Precios de Importaciones Base 1913
1926	1824	1569	255	-14	110.6	150.7
1927	2324	1668	656	311	111.4	154.7
1928	2428	1902	526	182	127.7	131.6
1929	2196	1959	237	-387	116.2	128.6
1930	1414	1680	-266	-188	89.0	112.4
1931	1475	1174	301	-584	53.6	88.9
1932	1305	836	469	2	45.8	78.0
1933	1127	897	230	49	50.8	89.3
1934	1618	1110	508	-63	65.7	95.8

Fuente: Balboa

En el Cuadro 3 se destaca:

- 1) El alto nivel de exportaciones en 1927 y 1928 acompañado de un fuerte superávit comercial,
- 2) La caída del 9.6% de las exportaciones en 1929 con importaciones en ascenso;
- 3) La caída del 35,6% de las exportaciones en 1930 y una caída menor de las importaciones del orden 14,2%;
- 4) La fuerte caída de las importaciones en 1931 del 30,1%,
- 5) El resultado negativo del balance de pagos 3 años seguidos.

Evolución del respaldo. El siguiente cuadro muestra la evolución del respaldo oro de la emisión de billetes.

CUADRO 4. Respaldo

Fin de año	Respaldo	Fin de año	Respaldo
1920	0.802	1928	0.840
1921	0.802	1929	0.820
1922	0.802	1930	0.822
1923	0.802	1931	0.476
1924	0.778	1932	0.436
1925	0.790	1933	0.462
1926	0.790	1934	0.479
1927	0.837		

Fuente: Memoria de la Caja de Conversión de 1933 y El Cincuentenario del BNA

La Memoria del BNA de 1929, publicada a principios de 1930, poco después de que un decreto del Presidente Yrigoyen eximiese a la Caja de Conversión de entregar oro a cambio de billetes, señaló que a fines de 1929 (4 de diciembre), el respaldo era del 77.1% uno de los porcentajes mayores del mundo, que se comparaba muy favorablemente con los de Inglaterra (36,5%), Alemania (46,1%), Francia (58,7%), Canadá (59,7%) y otros países importantes a fines de octubre de 1929. La Memoria también aportaba datos sobre la relación entre oro y billetes más depósitos bancarios: 21% para Argentina, 7.5% para Estados Unidos, 7,2% para Inglaterra y 6% para Canadá (pág.7). La caída del respaldo en 1931 se debe a las operaciones de redescuento del BNA en la Caja, a las que se alude

más adelante, y que a fines de 1931 alcanzaban un monto de m\$ⁿ 359,2 millones. A partir de 1932 influyó también sobre el respaldo las operaciones de emisión relacionadas con el Empréstito Patriótico a las que se alude más adelante.

Las tasas de Interés. La serie de la tasa argentina de interés corresponde a la tasa de descuento recopilada en La Economía Argentina. Esta serie de tasas de interés no se modificó respecto del mes anterior en 88 meses (49.2%) sobre un total de 179 observaciones, la serie americana de tasas de interésⁱⁱⁱ no se modificó en 31 meses (17.3%) y la serie inglesa^{iv} en 16 meses (8.9%). La relativa inmovilidad de la serie argentina sugiere que podría no reflejar adecuadamente la oferta y demanda de fondos en los mercados financieros por lo que los resultados estadísticos que se obtienen deben ser tomados con precaución.

Consideremos la relación entre tasas de interés de Argentina, Inglaterra y EE.UU. Antes de la Primera Guerra Mundial, Londres era el principal centro financiero internacional pero en el período entre guerras su importancia disminuyó y creció la importancia de Nueva York. El siguiente cuadro muestra la tasa promedio anual de descuento de los bancos privados argentinos, la tasa prime de los bancos ingleses y la tasa de commercial paper de EE.UU.

CUADRO 5. Tasas de interés.

Año	Tasa Argentina	Tasa Inglesa	Diferencial tasa argentina e inglesa	Tasa EE.UU.	Diferencial tasa argentina y EE.UU.
1920	7.793	6.430	1.363	7.363	0.430
1921	7.722	5.084	2.638	6.495	1.227
1922	7.700	2.593	5.107	4.423	3.277
1923	6.505	2.697	3.808	4.973	1.532
1924	6.493	3.489	3.004	3.903	2.590
1925	7.406	4.158	3.248	4.000	3.406
1926	6.908	4.435	2.473	4.248	2.660
1927	6.919	4.258	2.661	4.017	2.902
1928	6.306	4.471	1.835	4.839	1.467
1929	6.856	5.258	1.598	5.780	1.076
1930	6.942	2.455	4.487	3.549	3.393
1931	7.213	3.826	3.387	2.629	4.584
1932	7.112	1.670	5.442	2.718	4.394
1933	6.078	0.664	5.414	1.669	4.409
1934	5.542	0.797	4.745	0.885	4.657

Fuente: La economía argentina, Capie y Webber y Macaulay.

El diferencial promedio fue de 3.414 puntos entre la tasa argentina y la inglesa y muestra una dispersión grande entre un mínimo anual de 1.363 y un máximo anual de 5.442. El diferencial promedio entre la tasa argentina y la de Nueva York fue de 2.801 con un mínimo de 0.430 y un máximo de 4.657. Tanto el diferencial (promedio anual) de la tasa argentina con la tasa inglesa como el diferencial con la tasa americana se incrementan a partir de 1930.

La tasa argentina no fue afectada por el retorno a la convertibilidad en Agosto 25 de 1927; la reducción de la tasa en Julio respecto de Junio fue menor como para considerarla un anticipo importante del retorno a la convertibilidad (Cuadro 6). Tampoco afectó el diferencial entre la tasa argentina y la tasa inglesa (cifras entre paréntesis en el Cuadro 6). El retorno a la inconvertibilidad el 16 de Diciembre de 1929 no afectó la tasa de descuento (la tasa de Diciembre es igual a la de Noviembre y casi igual a la de Enero) pero sí afectó el diferencial entre la tasa argentina y la tasa inglesa, un hecho a favor de la hipótesis denominada "good housekeeping seal of approval" que afirma que el mercado consideraba el retorno al patrón oro, como una señal de rectitud financiera, especialmente si se hacía a la paridad anterior (Bordo et al). Un abandono del patrón oro constituiría una señal negativa.

CUADRO 6 Tasas mensuales

Abril 1927	7 (3,343) [2.91]	Agosto 1927	6.88 (2.567) [2.98]
Mayo 1927	7 (2.656) [2.88]	Setiembre 1927	6.88 (2.567) [2.97]
Junio 1927	7 (2.687) [2.88]	Octubre 1927	6.88 (2.536) [2.88]
Julio 1927	6.88 (2.656) [2.94]	Noviembre 1927	6.88 (2.567) [2.95]
Agosto 1929	7 (1.515) [0.92]	Diciembre 1929	7.75 (3.218) [2.75]
Setiembre 1929	7.10 (0.812) [0.88]	Enero 1930	7.72 (3.814) [2.85]
Octubre 1929	7.40 (1.256) [0.98]	Febrero 1930	7.34 (4.282) [3.10]
Noviembre 1929	7.75 (2.650) [1.99]	Marzo 1930	7.44 (4.996) [3.24]

Fuente: La economía argentina; Capie y Webber y Macaulay

Desde Febrero de 1930 y hasta Junio de 1931 y nuevamente desde Marzo de 1932, el diferencial entre la tasa argentina y la tasa inglesa se mantuvo por encima de 4 puntos. El diferencial entre la tasa argentina y la tasa inglesa comenzó a incrementarse desde Setiembre de 1929.

El diferencial entre la tasa argentina y la de Nueva York se encuentra entre corchetes en el Cuadro 6. En oportunidad del retorno a la convertibilidad en 1927 no parece el diferencial haber sido afectado. En cambio, en 1929, cuando se volvió a la inconvertibilidad el diferencial se incrementó; de hecho el diferencial comenzó a incrementarse desde Setiembre de 1929.

Cuando se consideran separadamente las observaciones de los periodos de convertibilidad e inconvertibilidad se obtienen los siguientes resultados para el diferencial promedio.

Diferencial promedio	Enero 1920- Agosto 1927	Setiembre 1927- Diciembre 1929	Enero 1930- Diciembre 1934
Argentina-Inglaterra	3,060	1,934	4,732
Argentina-EE.UU.	2,220	1,477	4,325

Se observa el incremento en el diferencial en los periodos de inconvertibilidad, especialmente en el último periodo.

.Las tres series de tasas de interés, argentina, Estados Unidos e inglesa, no son estacionarias de acuerdo con los tests ADF y Phillips-Perron. La correlación contemporánea de las primeras diferencias de la serie argentina y la inglesa es muy baja: -0.06 y entre la serie argentina y la serie de Nueva York es igual a -0.05. El análisis de causalidad en el sentido de Granger da como resultado que las primeras diferencias de la serie argentina no causan ni las primeras diferencias de la serie inglesa ni de la serie de Nueva York. Se corrieron también regresiones con las primeras diferencias de la serie de Nueva York y con la serie inglesa para explicar la tasa argentina. Los regresores eran doce términos rezagados de la tasa argentina y doce términos de la tasa inglesa en una regresión y doce términos de la tasa de Nueva York en otra regresión. En ambas regresiones resultó significativo solamente el término con cuatro rezagos de la tasa argentina de interés. El R^2 resultó muy bajo (0.025).

La evolución monetaria del Banco Nación.^v

Desde Setiembre de 1927 y durante 1928 y 1929 el BNA llevó a cabo una política de encajes distinta de los demás bancos comerciales. Inicialmente, acumuló el oro que le vendían los exportadores evitando su monetización por la Caja de Conversión, lo que tuvo un costo análogo a un costo cuasi-fiscal. Cuando la evolución del sector externo se modificó, el BNA se deshizo de su posición de oro y evitó la disminución del circulante.

La Memoria del BNA de 1929, después de señalar que su metálico cayó en m\$N 249,2 millones, informa: “de ese metálico, el banco exportó solo la cantidad de m\$N 83,9 millones, y entregó el resto de m\$N 165,3 millones a la Caja de Conversión resarciéndole de una parte apreciable de las extracciones que experimentaba. En esta forma, con los billetes obtenidos a cambio del oro, el Banco pudo neutralizar en cierta medida los efectos producidos en la circulación en manos del público por los billetes que se cancelaban en la Caja de Conversión por metálico exportable. En ello estriba precisamente la eficacia de la política previsora seguida por el Banco en la fase precedente al conservar la casi totalidad del metálico que había importado sin entregarlo como medio circulante. De otro modo, el Banco no hubiese podido actuar sobre el mercado monetario en la forma en que lo hizo durante la segunda fase con el fin de suavizar las consecuencias del brusco drenaje de oro, permitiendo así la transición más ordenada de un período de ascenso a otro de descenso en el movimiento ondulatorio de los negocios” (pag. 16/17).

Como también señala la Memoria de 1929 en su Introducción, el Banco puso en juego “los recursos disponibles que había acumulado previsora en forma de metálico, en el tiempo de bonanza, para evitar que aquel movimiento de reflujo afectase bruscamente el medio circulante interno, arrastrando a los negocios a una liquidación tan violenta como injustificada.” Debe notarse que los recursos del BNA no eran menores en relación con el conjunto de los bancos: a fines de 1928 el BNA concentraba el 44% de los depósitos, el 39% de los préstamos y 68% de los encajes (existencias); un año después, fines de 1929, estos porcentajes eran del 43%, 42% y 59% respectivamente. A pesar de la magnitud de estas cifras, la Memoria del BNA considera que el Banco tenía una influencia limitada sobre la circulación que “facilite a la economía nacional la asimilación ordenada de los capitales extranjeros que afluyen a ella, y de los recursos provenientes del exceso neto de exportaciones” (pág.6). Estas perturbaciones inconvenientes podrían evitarse “en gran parte por la aplicación de prácticas análogas a las seguidas por los bancos centrales de los principales países del mundo”. Aunque el texto no aclara a qué prácticas se refiere debería ser entendido como las operaciones de mercado abierto, que alcanzaron

importancia en la primera etapa del Banco Central de la República Argentina, habiendo sido el principal instrumento de política monetaria.^{vi}

El siguiente cuadro, con cifras de balances del BNA expresadas en millones de m\$n muestra la evolución de sus principales cuentas.

CUADRO 7. Banco de la Nación

Año	Δ Préstamos	Δ Depósitos	Δ Oro BNA	Δ Existencias	Encaje promedio
1927	-67,61	87,41	55,65	127,12	0,250
1928	6,10	128,04	68,93	114,36	0,371
1929	220,64	-84,75	-109,79	-334,43	0,270
1930	15,65	-8,51	-28,84	-33,96	0,169
1931	151,00	-200,10	-0,25	17,90	0,149
1932	-36,30	41,20	-0,06	15,60	0,182
1933	-1,70	80,20	-0,03	-5,40	0,172
1934	-16,40	-12,70	-0,80	-66,50	0,150

Fuente: La Economía Argentina

Es interesante comparar estas cifras con las del Conjunto de Bancos, excluido el BNA, y que son las siguientes:

CUADRO 8. Conjunto de bancos excluido el BNA

Año	Δ Préstamos	Δ Depósitos	Δ Oro bancos	Δ Existencias	Encaje promedio
1927	-56,99	94,79	2,64	12,44	0,127
1928	276,40	272,36	0,47	30,42	0,127
1929	103,46	33,75	-0,32	-62,47	0,105
1930	178,15	61,51	-2,78	-43,36	0,110
1931	-384,60	-238,80	-6,18	29,60	0,116
1932	-204,20	-33,20	-1,04	152,60	0,158
1933	-32,30	-138,90	0,02	-120,10	0,171
1934	8,00	-27,30	0,11	44,30	0,132

Fuente: La Economía Argentina

En materia de préstamos, el comportamiento del BNA y del resto de bancos es bastante diferente en varios años. En 1928, el BNA creció muy poco su cartera de préstamos y acumuló existencias (encajes). Lo opuesto hizo el año siguiente en 1929. El resto de los bancos otorgó un elevado volumen de préstamos en 1928 y experimentó un crecimiento más reducido en 1929. En 1930, el BNA otorgó pocos préstamos pero en 1931 los aumentó significativamente. El resto de los bancos procedió en sentido inverso al del Banco de la Nación: otorgó préstamos en 1930 y los contrajo en 1931. La evolución de los préstamos del conjunto de los bancos, excluido el BNA, y de los depósitos se presenta en el Gráfico 5. La evolución de préstamos y depósitos estuvo disociada en los años 1927, 1928 y parte de 1929 como se puede observar en el Gráfico 6. En primeras diferencias, el coeficiente de correlación entre préstamos y depósitos para el conjunto de bancos excluido el BNA es 0.772; en el BNA la correlación alcanza a -0.015 . En niveles, el coeficiente de correlación entre préstamos y depósitos excluido el BNA es 0.911, mientras que en el BNA la correlación entre préstamos y depósitos es -0.496 .

Se observa la poca variabilidad del encaje promedio del conjunto de bancos excluido el BNA (Cuadro 8). Éste aumentó sus encajes (calculado como el cociente del promedio anual de existencias sobre el promedio anual de depósitos, ambos promedios calculados con datos de fin de mes) primero en 12 puntos porcentuales (de 25% a 37,1%) en 1928 y luego, en 1929, lo redujo en 10 puntos porcentuales otorgando préstamos por 220,6 millones de pesos y reduciendo sus existencias en 334,43 millones de pesos.

Retorno y abandono de la convertibilidad. Comparaciones internacionales.

A partir de Abril de 1926, el peso argentino comenzó a valorizarse. Durante los seis primeros meses de 1927, el peso se cotizó en promedio en pesos papel a 229.30 cada cien pesos oro, estando cerrada la Caja de Conversión. En Junio y Julio de 1927 las cotizaciones fueron 227.30 y 227.13 calculado sobre la base de la cotización del dólar. Se cotizaba prácticamente a la paridad. Como ya se señaló, un decreto del 25 de agosto de 1927 restableció los pagos en oro de la Caja de Conversión. "La Caja de Conversión volvió a abrirse en 1927. Esto pudo hacerse porque en aquellas épocas de prosperidad el valor de nuestras exportaciones fue suficientemente grande y además se colocó en el exterior una serie de empréstitos, a lo que había que sumar los capitales extranjeros que se incorporaban..."^{vii}

La Argentina retornó entonces en 1927 al patrón oro que había regido desde principios de siglo hasta 1914. Ya en 1919 estaban cinco países dentro del patrón oro (Estados Unidos, Cuba, Panamá, Nicaragua y Filipinas) y para fines de 1922, Costa Rica, El Salvador y Lituania había restablecido el patrón oro (Bordo et al). En 1929 46 naciones estaban dentro del patrón oro. En cambio, Rusia, Turquía, Portugal y España mantenían tipos de cambio fluctuantes. Con propósitos de comparación, el siguiente cuadro muestra la fecha de retorno de un grupo de veinte países europeos y la nueva paridad adoptada como porcentaje de la anterior. Seis países europeos volvieron a la convertibilidad a la paridad vigente antes de la Primera Guerra Mundial.

CUADRO 9. Retorno a la convertibilidad

País	Año de retorno de facto al patrón oro	Nueva paridad como porcentaje de la anterior
Austria	1922	0.00007
Suecia	1922	100
Alemania	1923	0.00000000001
Checoslovaquia	1923	20.3
Hungría	1924	3.1
Bulgaria	1924	4.1
Finlandia	1924	13
Holanda	1924	100
Suiza	1924	100
Yugoslavia	1925	8.9
Reino Unido	1925	100
Polonia	1926	0.000026
Bélgica	1926	14.5
Francia	1926	20.3
Italia	1926	27.3
Dinamarca	1926	100
Rumania	1927	3.1
Grecia	1927	8.9
Noruega	1928	100
Portugal	1929	4.1

Fuente: Feinstein, Temin y Toniolo

De este grupo de países, dieciseis países europeos volvieron a la convertibilidad antes de 1927^{viii}, año en que Argentina volvió a la convertibilidad; dos países lo hicieron el mismo año y dos en los años siguientes. Portugal volvió a la convertibilidad en 1929, el mismo año en que Argentina la abandonó.^{ix} Cuando Inglaterra suspendió los pagos en oro en Setiembre de 1931, fue seguida por acciones similares por los países escandinavos y por India, Colombia y Bolivia. En otros países europeos se aplicó el control de cambios. Con anterioridad a la suspensión de los pagos por parte de Inglaterra, algunos países habían adoptado la suspensión o había impuesto controles a los pagos. Así lo hizo la Argentina tempranamente, el 16 de Diciembre de 1929 (Federal Reserve Bulletin, October 1931). El abandono de la convertibilidad por parte de la Argentina fue calificado como “preposterous” en Wall Street según el New York Times del 28/12/29 (citado por Quintero Ramos, pág. 196). También se dijo que en Diciembre de 1929 “Argentina became the initiator of a new worldwide tendency away from the gold standard” (Quintero Ramos, pág. 196). Por su parte, The Economist en la edición del 8 de Marzo de 1930, comentó “Argentina’s unexpected departure from an entirely unfettered gold standard, to which she returned in August. 1927, occasioned considerable surprise and criticism”.

Como se ha señalado el Banco de la Nación comenzó a aumentar sus encajes en Setiembre de 1927, al mes siguiente del retorno a la convertibilidad. Así, por un lado, se volvía al patrón oro y simultáneamente comenzaba la experiencia en una escala significativa de que el Banco actuase como un banco central tratando de influir sobre la liquidez. Esto sugiere que la vuelta a la convertibilidad de 1927 intentaba ser un retorno a

un régimen más flexible que el que había regido con la Caja de Conversión, con la posibilidad de contar con un banco central sustituto.

Por qué la Argentina volvió a la inconvertibilidad en 1929? Una explicación es que se debió a la caída de las exportaciones y la salida de capitales que influyeron negativamente sobre el nivel del stock de oro visible (O'Connell, pag. 487), ello dado el convencimiento de que el país necesitaba grandes sumas de metálico para hacer frente al impacto de las oscilaciones del sector externo que lo tornaba vulnerable; había que evitar una contracción del stock monetario que influyese negativamente sobre el nivel de actividad económica.^x Otra explicación dada en el Parlamento por un diputado en ocasión del debate sobre el Empréstito Patriótico de 1932 dice que en 1929 se cerró la Caja de Conversión para disminuir el salario real de los obreros, entre ellos los del Estado (La Creación del Banco Central, vol. II, pág. 846).

Es interesante señalar que la inconvertibilidad no implicó la inmediata emisión sin respaldo. Durante el año 1930^{xi} no hubo tal emisión, ello tal vez debido al ingreso de fondos de corto plazo por un monto de m\$N 635 millones de los cuales m\$N 468 millones se utilizaron para el servicio de la deuda.^{xii} La emisión sin respaldo ocurrió recién en 1931. Un decreto de abril autorizó al Banco de la Nación a redescantar documentos de su cartera en la Caja de Conversión por hasta m\$N. 200 millones monto que fué ampliado posteriormente hasta llegar a m\$N 360 millones. (Gráfico 7) El decreto estableció que el redescuento “no debe ser usado, en modo alguno, para estimular nuevos negocios o ampliar los existentes, o para facilitar las inversiones a largo plazo ... sino para permitir el desenvolvimiento regular del crédito...”^{xiii}

Otra norma que autorizó la emisión sin respaldo esta contenida en la Ley del Empréstito Patriótico. En 1928 y 1929, los déficit del Gobierno habían sido de m\$N 180,3 millones y m\$N 240,6 millones; en 1930 el déficit creció a m\$N 428,5 millones y en 1931 bajó a m\$N 222.8. El Tesoro apelaba frecuentemente al BNA para financiar su déficit. Para 1932 las finanzas públicas se habían deteriorado significativamente. La deuda flotante alcanzaba a m\$N 1300 millones. Los salarios a los empleados públicos tenían un atraso de 4 meses y el Banco de la Nación, acreedor del Gobierno por m\$N 180 millones^{xiv} rehusó hacer nuevos préstamos (Quintero Ramos, pág.204).^{xv} Por otra parte, la deuda del Gobierno Nacional con el sistema bancario, como proporción de los depósitos se había duplicado entre fines de 1926 y de 1931, pasando del 10.7% al 20.5% (y al 21.3% a fines de 1934). En pesos moneda nacional se había pasado de una deuda de m\$N 362.1 millones en Diciembre de 1926 a una deuda de m\$N 721.8 millones en Diciembre de 1931. La deuda del Gobierno Nacional con el BNA a la fecha de creación del Banco Central (Mayo de 1935) era equivalente al 37.9% de los depósitos del BNA. Este porcentaje no comprendía la inversión del BNA en títulos del Gobierno.^{xvi} Si bien el déficit como proporción del PBI era reducido, el endeudamiento del Gobierno Nacional con el sistema bancario, y con el BNA en particular, indica que había dificultades serias para financiar el déficit.

Cuadro 10. Préstamos de los Bancos al 31/12/34
(en millones de m\$N)

	Deuda del Gobierno Nacional	Otros deudores	Total
Banco Nación	627,7 ^{xvii}	1041.4	1669.1
Otros bancos	101.9	1653.5	1755.4
Total	729.6	2695.9	3424.5

Fuente: Memoria del BNA de 1934 y La Economía Argentina

La Ley del Empréstito Patriótico autorizó al Ejecutivo a emitir un Empréstito por un monto de m\$ñ 500 millones con una amortización acumulativa mínima del 1% anual y una tasa de interés del 6%. El artículo 6, muy discutido en el Parlamento, establecía que la Caja de Conversión adelantaría billetes de curso legal por los montos del empréstito no colocados a cambio de los correspondientes títulos. En 1932, la emisión debida al Empréstito Patriótico alcanzó m\$ñ 166,5 millones.

Estas emisiones sin respaldo se agregaban a la emisión de m\$ñ 293 millones sin respaldo, hecha en el siglo XIX. Los datos anuales se encuentran en el siguiente cuadro que contiene, con fines comparativos, la emisión total de circulante y otros agregados monetarios. Se observa que tanto los redescuentos como la emisión por el Empréstito Patriótico no alcanzan a compensar la caída en el circulante por lo que no parece que se pueda afirmar que estas emisiones sin respaldo hayan sido la puesta en marcha de una política inflacionaria. Sin embargo, debe notarse que en el Parlamento se expresaron fuertes críticas a estas emisiones por no estar respaldadas con oro.^{xviii} La ley establecía un límite al respaldo oro de la emisión: no debía bajar del 36%, una disposición que mostraba algún grado de aceptación de los principios del patrón oro. Por otra parte, la tasa de interés del Empréstito crecía según tramos a medida que el respaldo disminuía del 40% al 36%.

Cuadro 11. Emisiones sin respaldo y agregados monetarios (en millones de m\$ñ)

Fin	Redes- cuentos	Empréstito Patriótico	Total	Circulante	Medios de pago	Dinero	Préstamos	Encaje fin de año
1926	-	-	-	1319.80	1902.60	4149.10	3265.20	0.176
1927	-	-	-	1378.43	2025.30	4383.50	3140.60	0.207
1928	-	-	-	1405.88	2172.80	4824.30	3423.10	0.222
1929	-	-	-	1246.75	2037.00	4761.90	3747.20	0.123
1930	-	-	-	1260.69	1999.40	4766.30	3941.00	0.119
1931	359.26	-	359.26	1245.11	1703.60	4249.70	3707.40	0.148
1932	295,32	166,50	461,82	1338,75	1776,70	4218,80	3466,90	0,184
1933	206,48	153,41	359,89	1213,92	1864,90	4160,70	3432,90	0,151
1934	172,18	145,29	317,47	1171,50	1871,50	4187,00	3424,50	0,121

Fuente; La economía argentina. Dinero definido como billetes en el público más todos los depósitos. Medios de pago definido como M1.

Obsérvese la correlación entre la emisión sin respaldo y el encaje de los bancos: parte de la emisión permitió a los bancos aumentar sus encajes, de modo que no toda la emisión tuvo como destino aumentar los préstamos.

Se puede preguntar si estas emisiones llegaron a alterar por su magnitud el patrón monetario. Olivera (1985) distingue entre patrón externo e interno. En el primero, "el bien patrón es una moneda extranjera o un medio de cambio internacional". En el segundo, el bien patrón es un producto, un factor de producción o un activo no monetario". Olivera utilizó para el período 1935-1985 el siguiente criterio de identificación: "La evolución monetaria es compatible con la vigencia del patrón externo si la oferta monetaria varía en la misma dirección que las reservas monetarias externas, pero no lo es si estas variaciones exhiben signos diferentes. En el segundo caso, dada la pasividad de la oferta monetaria, debe inferirse la vigencia de alguna forma de patrón interno" (Olivera, pág. 132). Las cifras de los años 1927 a 1934 son las siguientes.^{xix}

Cuadro 12. Circulación, stock de oro y activos internos
(variaciones en millones de pesos oro)

Año	Circulación Monetaria	Activos externos de la Caja	Activos internos de la Caja
1927	25,80	25,80	0
1928	12,08	12,08	0
1929	-70,02	-70,02	0
1930	6,13	6,13	0
1931	-6,86	-164,88	158,07
1932	41,2	-3,97	45,13
1933	-54,92	-10,08	-44,85
1934	-18,66	0	-18,66

Fuente: La Economía Argentina

En los años 1927 a 1930, las variaciones de la circulación monetaria y del stock de oro de la Caja de Conversión, no solo varían en la misma dirección sino que las cifras son iguales. La evolución es compatible con un patrón externo. En 1931, esta igualdad se quiebra, pero las variaciones tienen el mismo signo, por lo que la evolución es compatible con un patrón externo. En 1932, las variaciones tienen signo opuesto, por lo que el ajuste monetario no es compatible con un patrón externo. En 1933, tenemos nuevamente una evolución compatible con un patrón externo y, por último, en 1934, un caso límite con una variación nula de los activos externos de la Caja. En cuanto al conocido test de Nurkse sobre las reglas del juego, las variaciones de los activos externos y de los activos internos tienen el mismo signo en el año 1933 por lo que se habría cumplido con las reglas, no así en los otros años.

Resumen y Comentarios Finales.

1) Desde al menos 1927, existieron en la Argentina los llamados “elementos dispersos de un Banco Central”. Así, desde Setiembre de ese año y hasta fines de 1929 rigió un régimen de patrón oro con un BNA que utilizó sus encajes como instrumento de política monetaria. En 1930, rigió un régimen estricto de patrón oro facilitado por el ingreso de fondos externos. Entre 1931 y 1934, se trató de controlar la liquidez con operaciones de redescuento, mientras que en 1932 se monetizó parte de la deuda pública.

2) El retorno a la convertibilidad en 1927 fue un retorno a un régimen más flexible en que el BNA trató de actuar abiertamente como un banco central. Así, en 1928 aumentó su encaje en 12 puntos, equivalente a un aumento de los encajes en todo el sistema bancario de algo más de 5 puntos.

3) La Argentina no estuvo entre los primeros países en retornar al patrón oro pero sí estuvo entre los primeros países en abandonarlo. Se ha dicho que en Diciembre de 1929 la Argentina inició una nueva tendencia mundial de abandonar el patrón oro, pero pasaron varios años antes de que se aprobase la creación del Banco Central, en 1935.

4) El año siguiente al abandono del patrón oro, 1930, no se emitió dinero sin respaldo tal vez debido a la favorable evolución del balance de pagos y al ingreso de capitales para el Gobierno. Sin embargo, el déficit del Gobierno fue relativamente alto como proporción del producto. En 1931 y 1932 se autorizaron dos mecanismos de emisión. Aún así, la

circulación no aumentó sino que disminuyó en un monto más bien reducido, tal vez para convencer a los agentes económicos que no se estaba a las puertas de un proceso inflacionario.

5) La evolución comparada de la tasa de interés de Argentina, Inglaterra y Estados Unidos en 1927 y 1929 y también la cotización del peso de papel en relación con el peso oro sugiere que el retorno a la convertibilidad no fue una sorpresa en el mercado; en cambio, el abandono de la convertibilidad no parece haber sido esperado. El diferencial de la tasa de interés de Inglaterra y Estados Unidos con la tasa argentina se incrementó en los períodos de inconvertibilidad reflejando el riesgo en la cotización del peso.

6) El test de Olivera sobre patrón monetario indica que entre 1927 y 1934, con la excepción de 1932, rigió un patrón externo.

REFERENCIAS.

Balboa, Manuel, El Balance de Pagos de la República Argentina, Desarrollo Económico, 1972

Bordo, Michael, Michael Edelstein y Hugh Rockoff, Was adherence to the Gold Standard a "Good Hoousekeeping Seal of Approval" during the Interwar Period, NBER Working Paper 7186, June 1999.

CEPAL, El Desarrollo Económico de Argentina, Anexo, E/CN.12/429/Add.4, 30 de Junio de 1958.

Della Paolera, Gerardo y Alan M. Taylor, Economic Recovery from the Argentina Great Depression: Institutions, Expectatiions and the Change of Macroeconomic Regime. NBER Working Paper 6767. October 1998.

Eichengreen, Barry, Golden Fetters, Oxford University Press, 1992.

Feinstein, Charles, H., Peter Temin y Gianni Toniolo, The European Economy Between the Wars, Oxford University Press, 1997

Forrest Capie y Alan Webber, A Monetary History of the United Kingdom, 1870-1983, George Allen and Unwin, 1985

La Economía Argentina a Través de sus Índices más Representativos en el Período 1901-1935, Instituto de Economía Bancaria, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires, 1937.

Macaulay, Frederick R., The Movements of Interest Rates, Bond Yields and Stock Prices in the United States since 1856. National Bureau of Economic Research, New York, 1938.

Memorias del Banco de la Nación

O' Connell, Arturo, La Argentina en la depresión: los problemas de una economía abierta, Desarrollo Económico, Enero-Marzo 1984.

Olivera, Julio, El patrón monetario en Cincuentenario del Banco Central de la República Argentina, publicado por el BCRA en 1985

Quintero Ramos, Angel M., A History of Money and Banking in Argentina. University of Puerto Rico, 1965.

Gráfico 1. Producto Bruto Interno

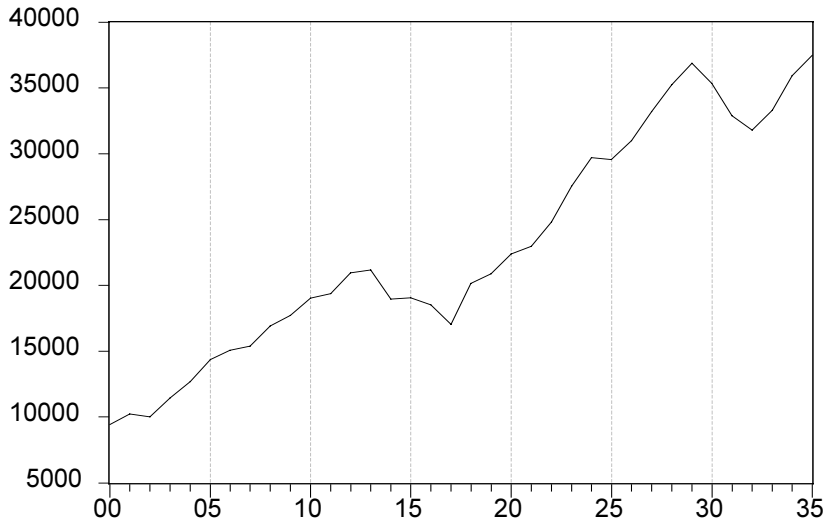


Gráfico 2. Oro en Caja de Conversión y Circulación en millones de pesos de papel

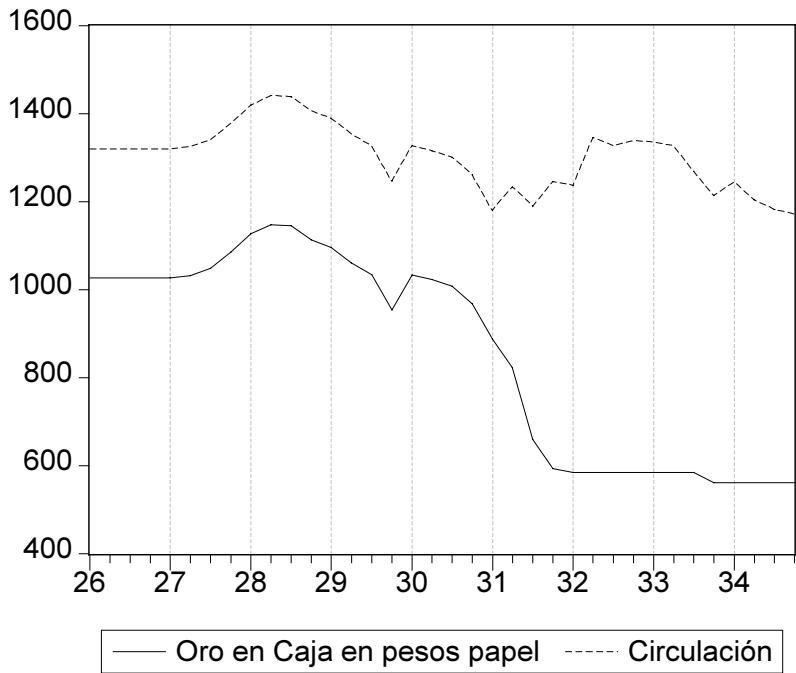


Gráfico 3. Tasas de interés

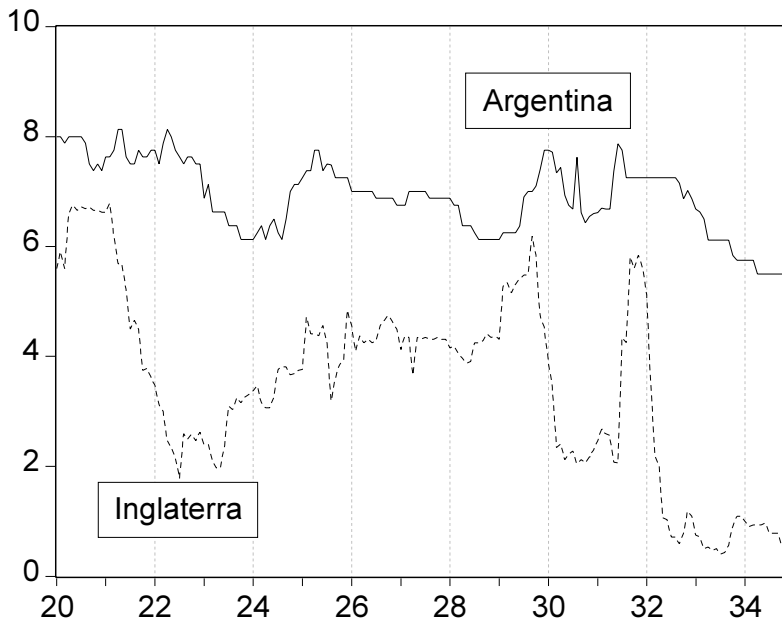


Gráfico 3a. Tasas de interés

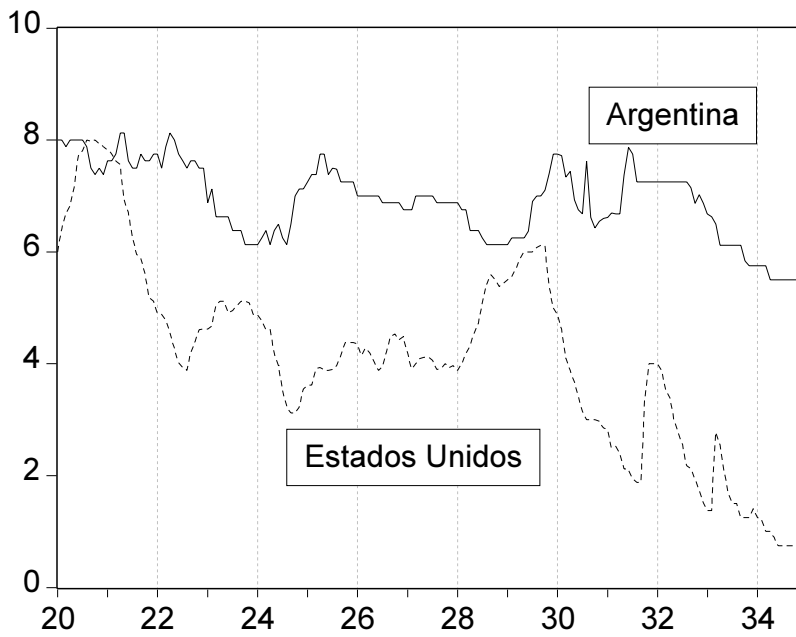


Gráfico 4. Dinero

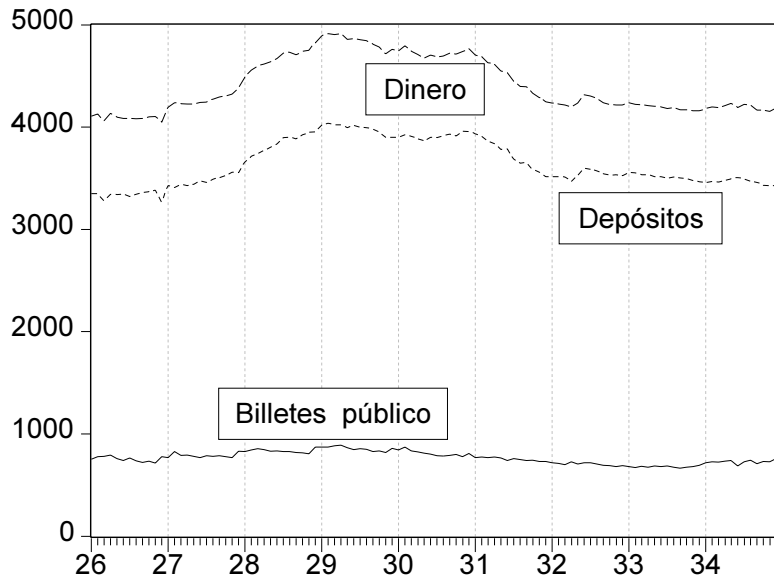


Gráfico 5. Conjunto de bancos excluido el BNA

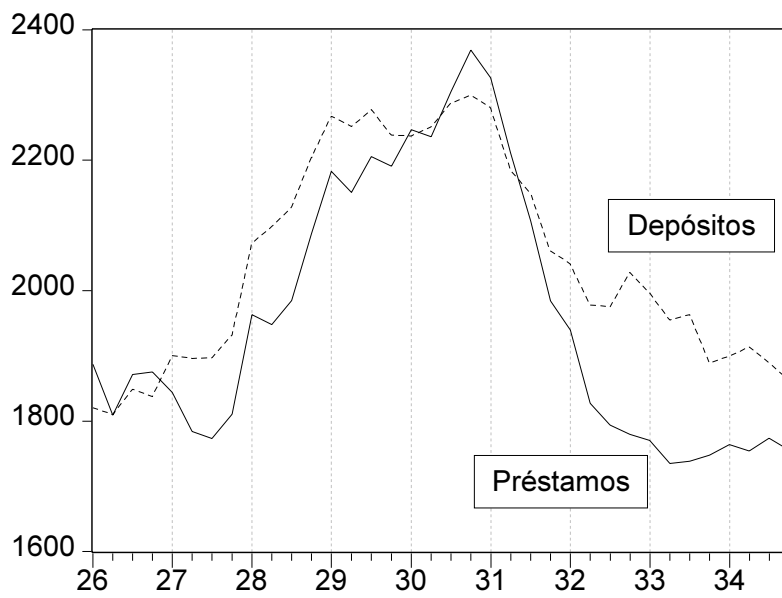


Gráfico 6. Banco de la Nación

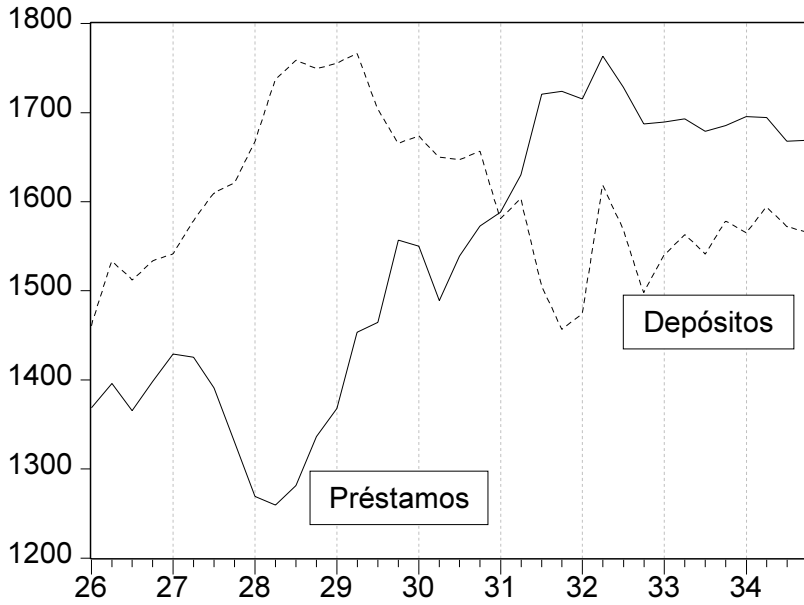
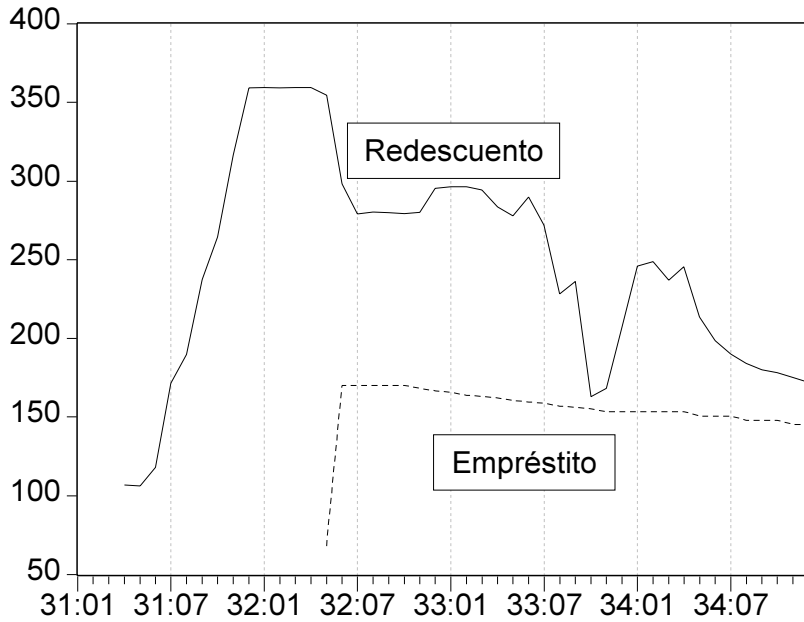


Gráfico 7. Redescuento y Empréstito



ⁱ Comprende las existencias de oro en las legaciones que a fines de los años 1920 a 1923 alcanzaban a 4.12 millones de pesos oro.

ⁱⁱ No comprende las existencias de oro en las legaciones.

ⁱⁱⁱ Fuente: Macaulay

^{iv} Fuente: Cappie y Webber

^v Esta sección reelabora en parte las páginas 387 a 391 de un trabajo previo de este autor (El Orden Monetario Argentino en las primeras décadas del Siglo XX, Económica, Tomo II, Número Especial, año 1998.

^{vi} Las series presentadas en La Economía Argentina no llegan a constituir un balance completo, lo que limita el análisis.

^{vii} Palabras del diputado José H. Martínez en la sesión del 25/5/35. Reproducido de La Creación del Banco Central, vol. II, pág. 890/891.

^{viii} Una tabla de 54 países que estuvieron en el patrón oro en algunos o todos los años entre 1919 y 1937 se encuentra en el libro Golden Fetters de Barry Eichengreen, Oxford University Press, 1992. Esta tabla tiene algunas diferencias con los datos de Feinstein, Temin y Toniolo contenidos en el Cuadro 9.

^{ix} Alberto Hueyo, Ministro de Hacienda en 1932 y 1933, bautizó el patrón oro que rigió en la Argentina como "patrón oro esporádico" (citado por O'Connell, pág. 484). La expresión también fue utilizada posteriormente por el diputado José H. Martínez en el Parlamento, quien hizo notar que en los 65 años transcurridos entre 1867 y 1932 solo tuvimos 23 de conversión. (Véase La Creación del Banco Central, vol II, pág. 889/890).

^x Para un análisis amplio de aspectos relacionados con esta cuestión véase Della Paolera y Taylor.

^{xi} En 1930, el déficit como proporción del PBI alcanzó el 4.3%, el mayor porcentaje del período 1928 a 1939 (cifras de Della Paolera y Taylor).

^{xii} De acuerdo con Quintero Ramos (pág. 191), los m\$N 635 millones se descomponían así: m\$N 238 millones ingresaron como préstamos al sector público, m\$N 245 millones para los ferrocarriles y m\$N 152 millones como repatriación neta de fondos de residentes argentinos.

^{xiii} El decreto del 25 de Abril de 1931 era una repetición de un decreto de Diciembre 4, 1929 que no llegó a tener efectos; este último repetía un decreto emitido al comienzo de la Gran Guerra.

^{xiv} La cifra no comprende el total de la deuda del Gobierno; sólo incluye las cuentas del Ministerio de Hacienda por la Tesorería General, por las leyes 11.266 y 11378 y otros conceptos. Al 31/3/1935, estas deudas alcanzaba a 185 millones mientras que la deuda total del Gobierno con el BNA era de 618 millones. A fines de 1934 y 1933, la deuda alcanzaba a 638 millones y 587 millones respectivamente. No ha sido posible estimar este dato para años anterior a 1933 toda vez que el Balance del BNA proporciona datos suficientes a partir de 1933.

^{xv} La Memoria del BNA de 1932 sólo comenta que la deuda del Gobierno tuvo un leve aumento.

^{xvi} Para un análisis de la política fiscal, véase Della Paolera y Taylor (1998) Los autores sostienen que la política fiscal fue básicamente ortodoxa aun en los peores años de la Depresión. El cociente

Deficit/PBI, con datos desde 1900, "reveals no marked shift in the propensity of the Argentine Government to employ deficit finance, or apply fiscal policy as a countercyclical measure."

^{xvii} Comprende Adelantos en cuenta corriente, cuentas diversas, diferencia de cambio e intereses del préstamo al Gobierno de Gran Bretaña, Convenio con Francia y Movilización del Fondo de Conversión.

^{xviii} Véase, La Creación del Banco Central, tomo 2, pág. 865 y siguientes.

^{xix} Della Paolera y Taylor (1998) presentan gráficos de dispersión para diversos períodos con los cambios en el stock de oro y en la base monetaria en los ejes.