

Ensayos Económicos | 84

Noviembre de 2024

De la Caja de Conversión al Banco Central
Roberto Cortés Conde



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

De la Caja de Conversión al Banco Central

Roberto Cortés Conde*

Universidad de San Andrés, Argentina

Resumen

Este trabajo analiza la crisis económica de 1930 en Argentina, destacando sus causas, desarrollo y las respuestas gubernamentales, en comparación con lo que sucedió en los países estudiados por Bernanke y James (1990). A diferencia de la crisis estadounidense, marcada por un colapso bursátil y financiero, en Argentina la crisis fue impulsada por el desplome de los precios agropecuarios, lo que afectó severamente los ingresos públicos y privados, desencadenando problemas en el sistema bancario y una recesión generalizada. Se examinan las medidas adoptadas por los gobiernos de Irigoyen, Uriburu y Justo entre 1929 y 1935, para determinar si estas respuestas buscaron mitigar los efectos contractivos o fueron reacciones pragmáticas ante la gravedad de los acontecimientos, y se comparan los efectos de la crisis en el país en relación a los estudiados en el caso de otros países. También, se estudia cuál fue el papel que tuvieron las instituciones monetarias existentes, en particular la Caja de Conversión, con sus notables modificaciones en 1931 y 1932, y el Banco Central creado en 1935.

Clasificación JEL: N10, N16.

Palabras clave: Argentina, bancos centrales, Caja de Conversión, crisis del treinta, depresión económica, instituciones monetarias, política económica.

* Se agradece la colaboración de Juan Cruz López Barrios como asistente de investigación para la elaboración de tablas y gráficos. Este trabajo se publicó en 2014 en el libro "Historia de las instituciones monetarias argentinas" de Cortés Conde, D'Amato y Ortiz Batalla. Las opiniones vertidas en el presente trabajo son de los autores y no se corresponden necesariamente con las del BCRA o sus autoridades.

From the Currency Board to the Central Bank

Roberto Cortés Conde

University of San Andrés, Argentina

Abstract

This paper analyzes the 1930 economic crisis in Argentina, highlighting its causes, development, and policy responses, in comparison to the events in the countries studied by Bernanke and James (1990). Unlike the U.S. crisis, marked by a stock market and financial collapse, the Argentine crisis was driven by the collapse of agricultural prices, which severely impacted both public and private revenues, triggering problems in the banking system and leading to a widespread recession. The study examines the measures adopted by the governments of Irigoyen, Uriburu, and Justo between 1929 and 1935, to determine whether these responses aimed to mitigate the contractionary effects or were pragmatic reactions to the severity of the events. The effects of the crisis in Argentina are compared with those in other countries. Additionally, the paper investigates the role of existing monetary institutions, particularly the Caja de Conversión, with its significant changes in 1931 and 1932, and the Central Bank established in 1935.

JEL Classification: N10, N16.

Keywords: Argentina, central banks, Currency Board, economic depression, economic policy, monetary institutions, the Great Depression.

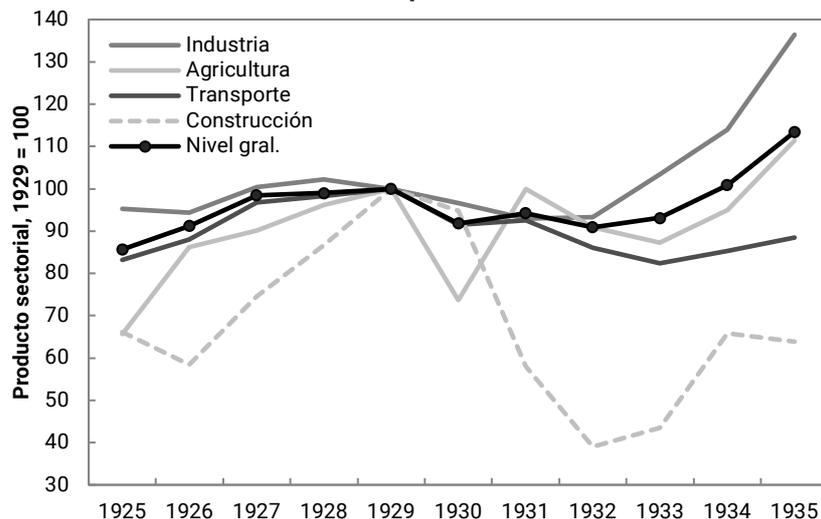
1. Introducción

La reciente crisis financiera internacional ha renovado el interés por el estudio de la crisis de 1930, la generalizada caída de precios y la depresión de la actividad económica que siguió en muchos de los países del mundo. Estudiosos como Ben Bernanke y Christina Romer, que contribuyeron en las últimas décadas al debate académico sobre sus causas, tuvieron un papel destacado, especialmente el primero, en la toma de decisiones para afrontar la de 2008, buscando no repetir las circunstancias que llevaron a la depresión en los años treinta.

En esta parte del trabajo nos proponemos tratar las circunstancias que condujeron a la crisis de la década de 1930 en la Argentina, y las medidas con las que se reaccionó ante ella, comparado con lo que sucedió en los países estudiados por Bernanke y James (1990).

La secuencia en que se desarrollaron los acontecimientos en Argentina fue distinta a la de los Estados Unidos, ya que en Argentina no hubo un *crash* de la Bolsa ni estalló una crisis financiera, con sus consecuencias sobre el crédito y el consumo.¹ En este caso la crisis se produjo por el desplome de los precios del sector agropecuario, que arrastró su ingreso y el del gobierno, dejando al borde de la quiebra al sistema bancario y extendiéndose así a toda la economía. Tampoco fue la caída de los precios de los activos (*equities*, bonos) y su incidencia en el consumo, sino la catastrófica caída de los precios agrícolas.² No hubo una muy fuerte reducción del volumen físico de la producción agropecuaria (salvo en la agricultura, en 1930, por el fracaso de la cosecha), sino de sus precios, aunque también tuvo lugar una importante caída en actividad de la construcción, que se extendió al gobierno, los bancos, los servicios y la industria (ver el Gráfico 1).³

Gráfico 1. Producto bruto interno por sectores



Fuente: Cortés Conde, R. (2009).

1 Bernanke, B. y James, H. (1990).

2 Romer, C. (1990).

3

Cambios del PBI por Sectores

	Total	Industria	Agricultura	Ganadería	Transporte	Comercio	Gobierno	Construcción
1928-1935	15%	34%	16%	7%	-10%	14%	30%	-26%

Fuente: Cortés Conde, R. (2009).

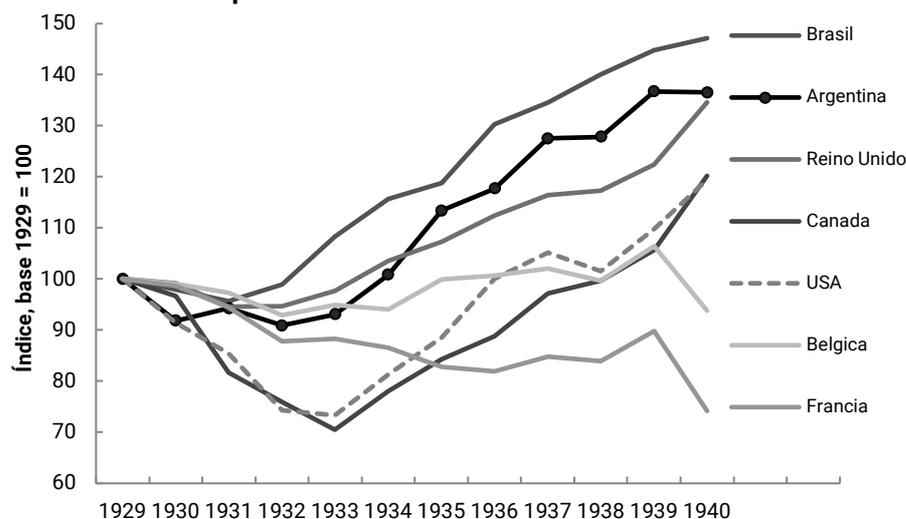
Como se advierte en el Cuadro 1, tomado de Romer (1990), la caída de la producción industrial en la Argentina fue menos pronunciada y menos extendida que en otros países que se mantuvieron por más tiempo en el patrón oro (ver también el Gráfico 2). ¿Fue ello resultado de las medidas adoptadas por el gobierno argentino, empezando por la salida del patrón oro en 1929? ¿O es que los distintos gobiernos en Argentina tomaron medidas keynesianas antes que Keynes?

Cuadro 1. Declinación de la producción industrial, pico a valle
Frecuencia anual

País	Declinación
Estados Unidos	46,8%
Reino Unido	16,2%
Canadá	42,4%
Argentina	17,0%

Fuente: *Encyclopædia Britannica Online*.

Gráfico 2. PBI comparado



Fuentes: Argentina: Cortés Conde, R. (2009), Estados Unidos: *Bureau of Economic Analysis*, Reino Unido: Officer (2011), Canadá, Bélgica y Brasil: Ferreres, O. (2011), Francia: Mitchell, B. (1975).

La Argentina fue uno de los primeros países en abandonar el patrón oro en 1929. Posteriormente, entre 1929 y 1935, sus sucesivos gobiernos tomaron medidas que habrían servido para evitar la deflación y la depresión de la actividad económica. Nuestro interés es conocer si ellas respondieron al objetivo de evitar los efectos contractivos de la crisis, o si se trató de respuestas pragmáticas a problemas que se fueron presentando con creciente gravedad y urgencia, más que de políticas explícitas para expandir el gasto o el dinero y, de ese modo, la demanda agregada. Finalmente, comparar los efectos de la crisis en el país en relación a los estudiados en el caso de otros países. También, estudiar cuál fue el papel que tuvieron las instituciones monetarias existentes, en particular la Caja de Conversión, con sus notables modificaciones en 1931 y 1932, y el Banco Central creado en 1935.

Respecto a lo que sucedió en Argentina, analizamos las medidas adoptadas por los diferentes gobiernos (Irigoyen en 1929, Uriburu en 1931, Justo en 1932, 1933 y 1935) en respuesta al *shock* que produjo el derrumbe de los precios de las exportaciones, cuyos efectos se advirtieron originariamente en el sector agropecuario y en el gobierno (porque sus ingresos provenían de los impuestos al comercio internacional), y que luego se extendieron al sistema bancario local, fuertemente comprometido por las deudas del gobierno y de los agricultores, a la construcción y a toda la actividad económica.

1.1. El debate sobre la crisis de los años treinta en la literatura

El debate se centró sobre cuáles fueron las causas que llevaron a que una crisis cíclica continuara en deflación y en una seria depresión, y se remonta al renombrado trabajo de Friedman y Schwartz (1971), en el que se sostiene que fueron los errores de política de la Reserva Federal (que no compensaron con emisión, comprando Bonos del gobierno), los que, unidos a la caída de la cantidad de dinero provocada por los pánicos bancarios, el aumento de la relación circulante-depósitos con la caída de depósitos y las quiebras de los bancos (que llevó a la eliminación del uso de depósitos como dinero), habrían conducido a la subsiguiente depresión.⁴

En otro extremo, Temin (2000) sostiene que fue el sesgo deflacionario de las reglas del patrón oro lo que produjo la caída del consumo, la deflación y la consiguiente depresión.⁵

La tesis que sostiene que la adhesión a las reglas del patrón oro condujo de la crisis a la depresión, postulada por Eichengreen (1992), Eichengreen y Sachs (1985 y 1986), y más recientemente por Bernanke (1983), Bernanke y James (1990) y Romer (2003), pareciera que es hoy no sólo la más aceptada, sino aquella en la que se fundaron las medidas anti contractivas adoptadas por la Fed desde 2008 (baja tasa interés y luego *Quantitative Easing*) y por la tesorería de Estados Unidos (aumento de la deuda pública).⁶

Bernanke y James (1990) consideran que el mal manejo monetario característico del régimen del patrón oro fue la causa de la crisis, pero que está menos claro cuáles fueron los mecanismos que condujeron de la deflación a la depresión. Sostienen que la deflación, provocada por seguir las reglas del patrón oro, fue la causa de los pánicos bancarios que, interfiriendo en los flujos normales del crédito, afectaron la economía real, y entienden que los canales a través de los que la deflación se convertía en depresión, que la literatura no había analizado antes, se encuentran en los efectos que tiene la deflación sobre los salarios reales y, por ende, en la rentabilidad de las empresas y en la tasa real de interés. La *debt deflation* aumentó el valor real de la deuda produciendo un estado de penuria financiera en la que desaparecieron los créditos, con sus consecuencias negativas sobre la economía real.⁷

4 Aunque en alguna medida se compraron Bonos del gobierno, no fue suficiente. Friedman, M. y Schwartz, A. (1971).

5 Temin, P. (2000) en Engerman, S. y Gallman, R. (eds.); pp. 301-32.

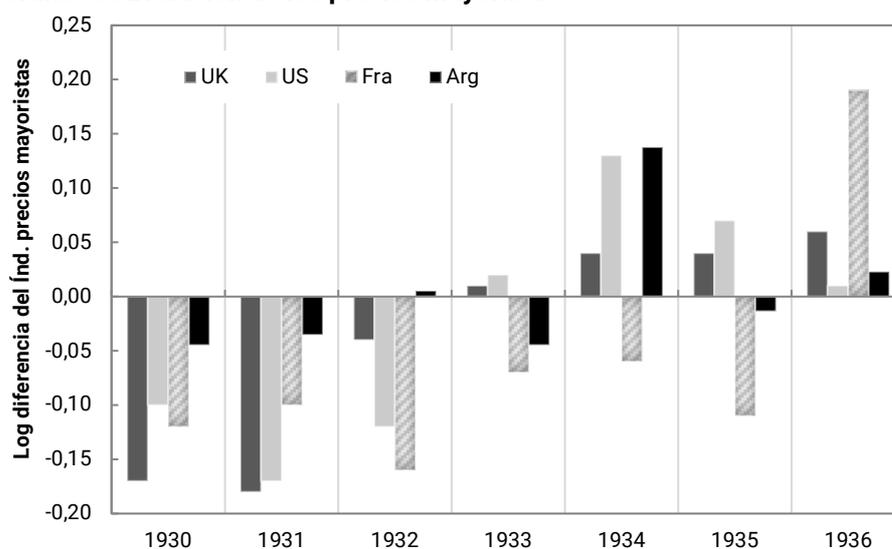
6 Eichengreen, B. y Sachs, J. (1985); pp. 925-946. Eichengreen, B. y Sachs, J. (1986); pp. 67-71.

7 Fisher, I. (1933).

1.2. Dentro o fuera del patrón oro. La comparación internacional en Bernanke y James

En su investigación empírica, Bernanke y James (1990) muestran que los países que se mantuvieron en el patrón oro tuvieron depresiones más severas y prolongadas que los que salieron de ese régimen. Ellos encuentran evidencia de una fuerte correlación entre la permanencia en el patrón oro y una mayor y prolongada deflación (ver el Gráfico 3). En Estados Unidos y el Reino Unido, la caída de precios mayoristas fue más pronunciada y continuó hasta 1932, mientras que en Argentina éstos se recuperaron en 1932. En 1933, tras la devaluación, los precios se recuperaron en Estados Unidos y el Reino Unido, mientras que en Argentina, el cambio fijo de hecho, entre 1931 y 1933, se tradujo en una caída de precios. La recuperación de precios en 1934 fue fuerte tanto en Estados Unidos como en Argentina, en este último por la política cambiaria (devaluación de 1933). En 1935 continuaron las mejoras en aquellos países, pero la política monetaria argentina contractiva hizo que los precios bajarán. En 1936 Francia, que se había mantenido en el patrón oro, lo abandonó, devaluando, y los precios subieron en todos esos países.

Gráfico 3. Evolución de los precios mayoristas



Fuente: Bernanke, B. y James, H. (1990).

Los países que estuvieron fuera del patrón oro estabilizaron sus precios después de 1931, y pasaron, inclusive, a una moderada inflación. La actividad económica mejoró en los países fuera del patrón oro mientras que la depresión se acentuó en los otros.⁸ Para los autores, la baja de los precios se tradujo en un alza de los salarios reales que redujo la rentabilidad de las empresas. El aumento de la tasa real de interés afectó el gasto y el crédito y disminuyó el patrimonio, debido a la caída de los precios de los activos, reduciendo el gasto agregado y dando lugar a una depresión de la economía real. Aunque Bernanke y James no la consideran, Argentina, como dijimos, fue uno de los países que más temprano abandonó el patrón oro el 16 de diciembre de 1929. Se refieren, en cambio, a Nueva Zelanda y Australia, que lo hicieron el mismo año, pero sin especificar que estos países tienen características distintas a los países europeos y Estados Unidos y que, como economías pequeñas y abiertas y predominantemente basadas en actividades primarias, son más similares a la Argentina.

⁸ Ver Bernanke, B. y James, H. (1990); Tabla 4.

El estudio del caso argentino permitiría detenernos en las diferencias, algunas de las cuales ya habían sido señaladas por otros autores.⁹

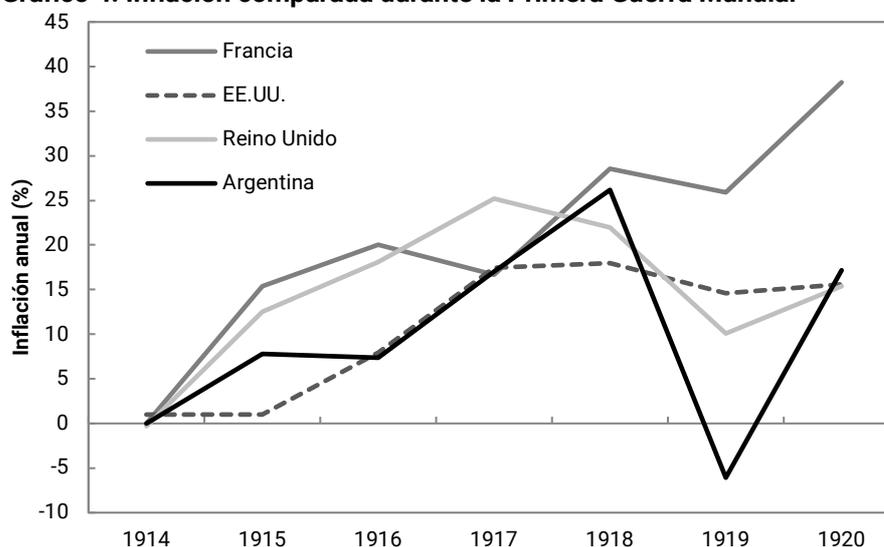
2. La crisis de 1930 en Argentina. La caída de los precios de exportación 1925-1932

2.1. Antecedentes. La Primera Guerra Mundial y la posguerra

Al comienzo de la Primera Guerra Mundial, en agosto de 1914, los países en conflicto decidieron la suspensión de la convertibilidad de sus billetes. Argentina, que sufrió una fuerte salida de oro cuando las sucursales de los bancos europeos remitieron oro a sus casas matrices, decidió también hacerlo con la Caja de Conversión. A su vez, y ante el peligro de una fuerte contracción monetaria (supuestamente por eventuales bloqueos navales en Europa que frenarían las exportaciones y las importaciones) se dictó una ley autorizando a la Caja a emitir en base a redescuentos de créditos del Banco Nación. Aunque esa facultad no se usó entonces, fue una disposición a la que se apeló en 1931. Es decir, ya desde 1913 el régimen tenía una cláusula de escape.

En Europa, la suspensión de la convertibilidad permitió emitir para financiar los gastos de guerra (aun en Gran Bretaña) y produjo un aumento generalizado de precios en la posguerra (ya que en los años del conflicto éstos estuvieron controlados). Pero en Argentina, la Caja de Conversión continuó manteniendo la misma proporción de 100% de reservas de oro para la emisión, por lo que no hubo, como en los países en guerra, una expansión primaria basada en el crédito, y la suba de precios siguió, en general, la tendencia internacional (ver el Grafico 4).

Gráfico 4. Inflación comparada durante la Primera Guerra Mundial

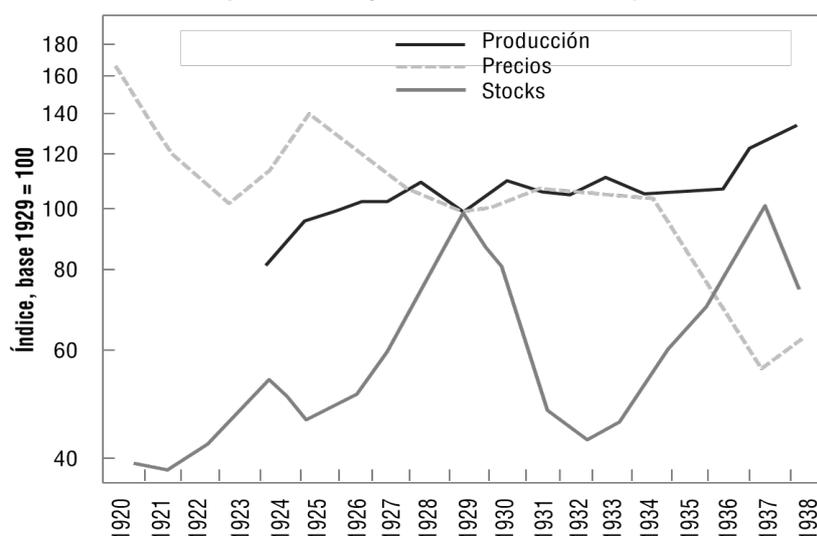


Fuente: Ferreres, O. (2011).

⁹ Díaz Alejandro, C. (1981), Bevarraggi Allende, W. (1954) y Diaz Alejandro, C. (1983); p. 22, muestran que no existe evidencia de que Argentina haya adoptado políticas presupuestarias de pleno empleo, sino lo contrario. Phelps, V. (1938) y della Paolera, G. y Taylor, A. (2003); p. 209, sostienen que no se puede asignar la recuperación a la política fiscal ya que fue contractiva, aunque la política monetaria sí fue expansiva. Gerchunoff, P. y Llach, L. (1998), sostienen que hubo un fiel apego a la disciplina fiscal. Cortés Conde, R. (2004); p. 17. Cortes Conde, R. (2005).

Gran Bretaña había vuelto a la convertibilidad en 1925, subiendo la tasa de interés para evitar la salida de oro, lo que le produjo una recesión. Debido a las asimetrías, consecuencia de las políticas de esterilización, los efectos deflacionarios de la vuelta al patrón oro se notaron en los países que habían hecho el esfuerzo de volver a la vieja paridad: en Gran Bretaña, y no en Francia, que devaluó su moneda cinco veces, ni en Italia, aunque con Mussolini la lira se revaluó, ni en Alemania, que tuvo una devaluación mayúscula, creando problemas no sólo en el comercio sino generando, además, una gran volatilidad en los movimientos de capital.

Gráfico 5. Precios, producción y stock mundial de trigo



Fuente: Kindleberger, C. (1973).

Desde mediados de la década de 1920, Argentina se vio perjudicada por la caída de los precios de los productos agrícolas debido al proteccionismo y a la sobreproducción mundial (ver Gráficos 5 y 6), además de por la volatilidad de los flujos de capitales, las asimetrías del comercio, los problemas de pago por deudas de guerra y la política de baja de tasas de interés de la Fed, que impulsó movimientos al exterior de capitales norteamericanos de corto plazo que retornaron abruptamente cuando la Fed volvió a subirlos.¹⁰ Fue a esa circunstancia a la que respondió la medida del gobierno argentino que en diciembre de 1929, antes del derrumbe de la bolsa de Nueva York, suspendió la convertibilidad en la Caja de Conversión, abandonando el patrón oro (ver el Gráfico 7).

¹⁰ Kindleberger, C. (1973); p. 336 en Schuker, S. (1974); pp. 1045-1047.

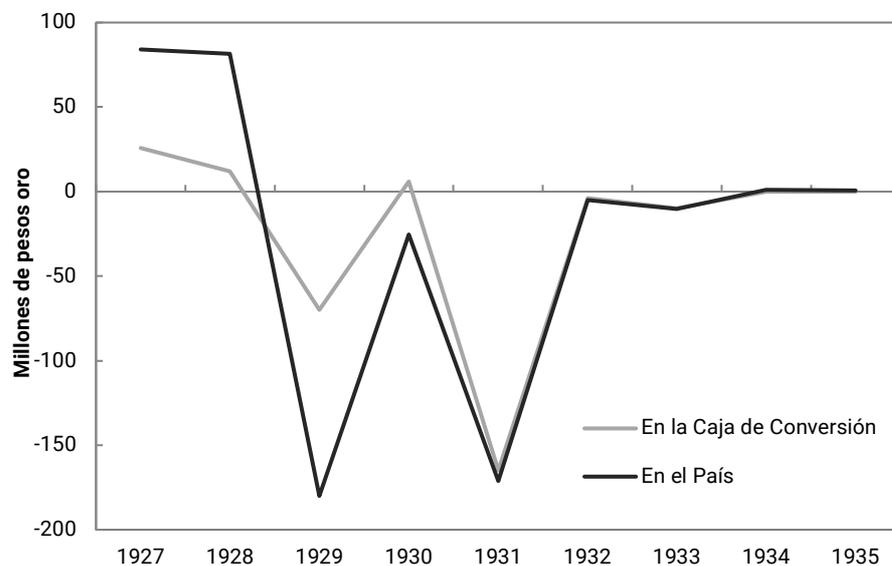
Gráfico 6. Precios agrícolas en francos



Nota: Francos oro hasta 1935.

Fuente: Elaboración propia en base a Anuario Geográfico Argentino (1937).

Gráfico 7. Saldos Anuales en la Caja de Conversión: 1927-1935

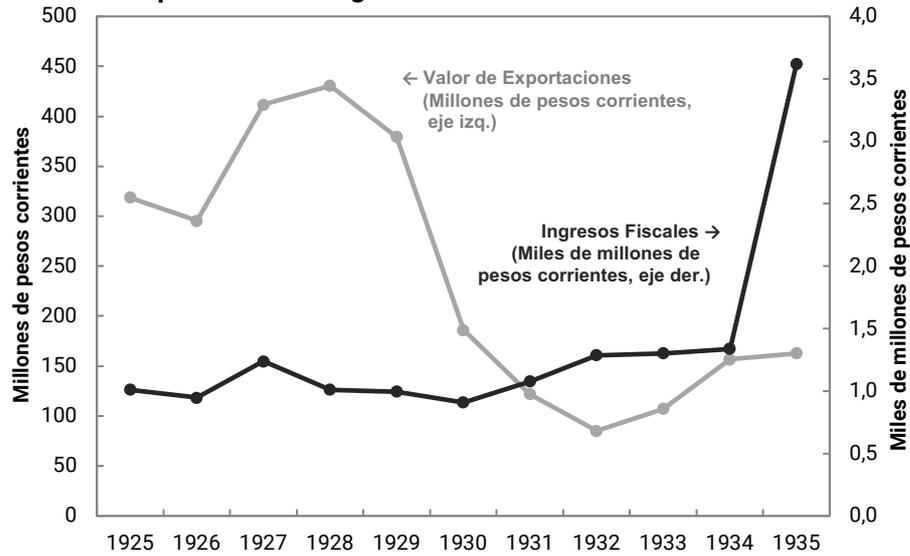


Fuente: Baiocco, P. (1937).

2.2. El estallido de la crisis. Características y secuencia en Argentina

Mientras que el abandono del patrón oro se decidió ante la salida del metálico, el derrumbe de los precios agrícolas produjo una caída de 67% en el valor de las exportaciones entre 1928 y 1932, con efectos que se transmitieron al conjunto de la economía. Ello hizo que el gobierno reaccionara con las medidas que se enumeran más adelante.

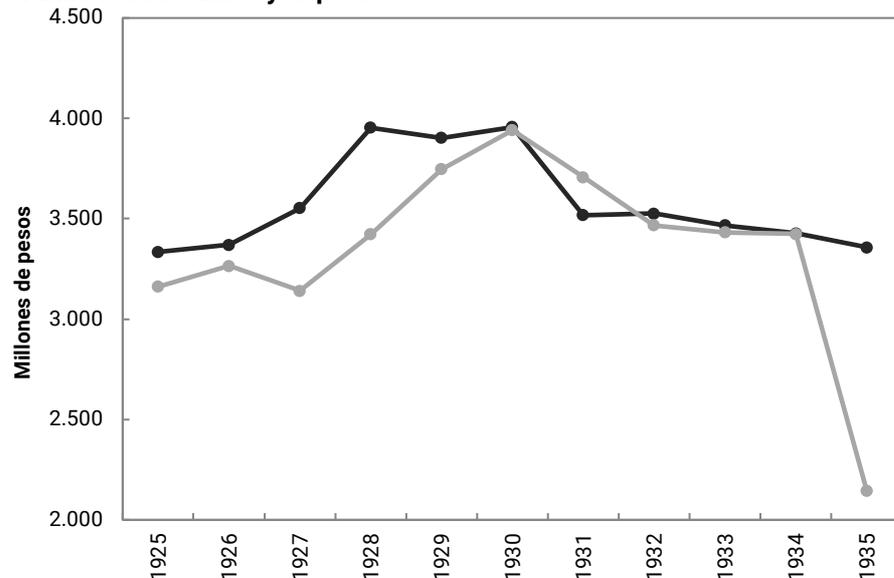
Gráfico 8. Exportaciones e ingresos fiscales



Fuente: Cortés Conde, R. (2009) y Anuario Geográfico Argentino.

También cayeron los ingresos del gobierno, que dependían de los impuestos a las importaciones, aunque hubo alguna mejora gracias a las reformas fiscales. Los ingresos que registra la tesorería en base a las entradas de la caja subieron mucho más en 1935 al serle transferidos los beneficios de la revaluación del oro en el Banco Central. Pero a diferencia de los Estados Unidos, no se trató de un desplome de los valores de la Bolsa, ya que en la de Buenos Aires, entre 1929 y 1930, los valores bajaron sólo un 6,8%. Tampoco se trató de una caída de los préstamos, ya que entre 1929 y 1931 se mantuvieron en los mismos niveles, aunque ello se debió al aumento de la cartera morosa (ver Gráficos 8 y 9) y recién cayeron varios años después, en 1933, como consecuencia de la penuria económica.

Gráfico 9. Préstamos y depósitos

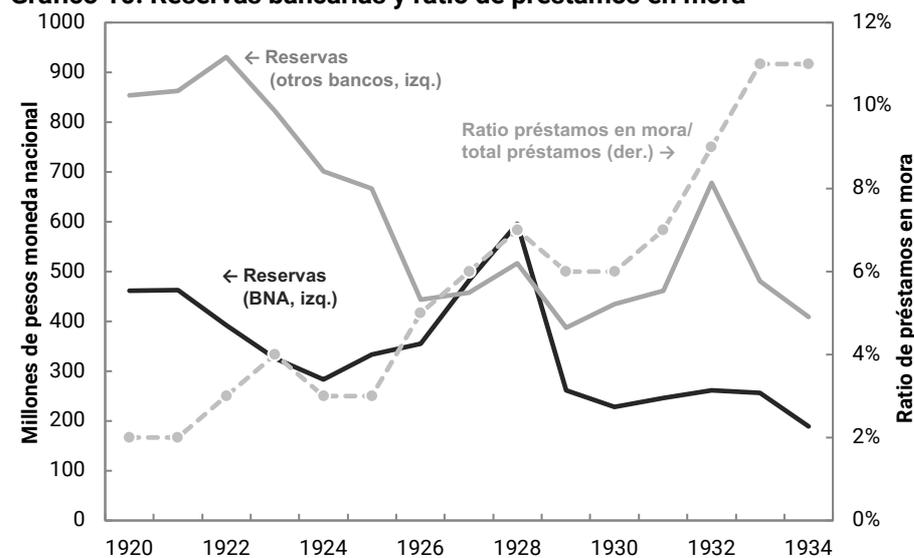


Ver además el Cuadro 13 del Anexo.
Fuente: Baiocco, P. (1937).

Fue entonces el derrumbe de los precios agrícolas lo que produjo la enorme pérdida patrimonial del sector agropecuario, al que acompañó la caída de los ingresos de los servicios, también afectados por la caída de los ingresos agrícolas y de los vinculados al comercio, y de la muy importante actividad de la construcción. Para el sector agropecuario, el derrumbe de sus precios se reflejó en el valor de sus activos pero, como sus pasivos continuaron en los mismos niveles en términos nominales, produjo un serio quebranto patrimonial. La situación de los bancos no fue mejor, ya que sus pasivos quedaron fijos en términos nominales mientras que en el activo, el valor del colateral de sus créditos se había derrumbado, transmitiéndole la falencia de sus clientes. La cartera en mora se duplicó, aunque es probable que esa magnitud sea mayor, ya que la gerencia de los bancos trataba de no pasar a pérdidas muchos de los préstamos de sus clientes, renovándolos aunque se supiera que eran incobrables (ver Gráfico 10).

La ya difícil situación financiera se complicaba porque el gobierno, ante la caída de sus ingresos, había recurrido a los bancos para financiarse, por lo que la mayor parte de la cartera activa correspondía a deudores que no estaban en condiciones de pagar.

Gráfico 10. Reservas bancarias y ratio de préstamos en mora

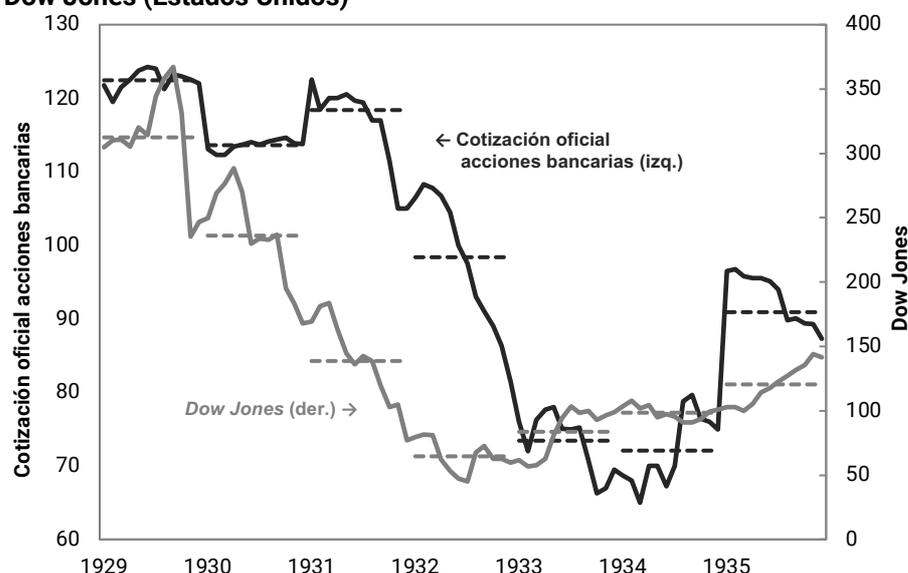


Fuente: della Paolera, G. y Taylor, A. (2003).

Fue el *shock* de demanda en Estados Unidos y Europa el que afectó los precios agrícolas y los activos del sector agropecuario en esos mismos países, extendiéndose a sus importaciones (ver el Gráfico 11), afectando, entre otros, a los productores de *commodities* como Argentina. Los efectos de la crisis internacional llevaron a disponer el cierre de la Caja, en lo que la Argentina había tenido reiterados antecedentes (1826, 1876 y 1885).¹¹

¹¹ Aunque en esos casos se trató de la inconvertibilidad de billetes de banco que no eran moneda legal, al decretar su curso forzoso, tomaron ese carácter.

Gráfico 11. Cotización oficial de acciones bancarias (Argentina) e índice Dow Jones (Estados Unidos)



Nota: Cotización oficial de acciones bancarias: mediana mensual sobre la base de acciones de 100 pesos. Dow Jones: mediana mensual.
Fuente: Argentina: Baiocco, P. (1937). Estados Unidos: Samuel H. Williamson, "Daily Closing Value of the Dow Jones Average, 1885 to Present", MeasuringWorth, 2011.

Cuadro 2. Indicadores monetarios

Circulante, depósitos, reservas y redescuentos en millones de pesos

Año	Moneda en circulación (en poder del público y de los bancos)	Depósitos bancarios	Ratio depósitos/circulante	Reservas de efectivo en los bancos comerciales	Ratio reservas de efectivo/depósitos	Multiplicador bancario	Redescuentos en el Banco de la Nación Argentina*
1916	1.013,1	1.596,1	0,63	608,5	0,38	2,58	15,64
1917	1.013,1	1.891,1	0,54	639,1	0,34	2,87	6,61
1918	1.154,5	2.665,6	0,43	663,7	0,25	3,31	5,04
1919	1.177,2	2.834,2	0,42	775,4	0,27	3,41	32,08
1920	1.362,6	3.293,9	0,41	744,9	0,23	3,42	29,26
1921	1.362,6	3.177,2	0,43	949,4	0,30	3,33	37,92
1922	1.362,6	3.297,4	0,41	970,6	0,29	3,42	12,90
1923	1.362,6	3.316,8	0,41	923,1	0,28	3,43	106,99
1924	1.319,8	3.319,5	0,40	780,7	0,24	3,52	121,59
1925	1.319,8	3.334,6	0,40	656,6	0,20	3,53	123,00
1926	1.319,8	3.359,1	0,39	708,6	0,21	3,55	147,19
1927	1.378,4	3.545,9	0,39	594,5	0,17	3,57	106,42
1928	1.405,9	3.953,2	0,36	734,0	0,19	3,81	91,58
1929	1.246,7	3.903,2	0,32	878,8	0,23	4,13	156,21
1930	1.260,7	3.956,2	0,32	481,9	0,12	4,14	151,50

Nota: (*) Datos al 31 de diciembre de cada año.

Fuente: Comité Nacional de Geografía (1941) y Banco de la Nación Argentina (1941).

Por lo menos hasta 1933, el gobierno no pensó en políticas anticíclicas para contrarrestar los efectos deflacionarios de la crisis. Sólo entendió que había que sostener al agro (y esto implicaba devaluación y créditos), para lo cual debía apuntalar al sistema financiero. En Estados Unidos, aunque las políticas proteccionistas (*The Smoot-Hawley Tariff*) se implementaron en 1931, la devaluación tuvo lugar recién en 1933. Poco a poco, y no de una sola vez, se fueron tomando las medidas que las exigencias hacían más urgentes.

2.3. Medidas adoptadas frente a la crisis (políticas fiscal, monetaria y cambiaria)

a. 1929

Con el cierre de la Caja de Conversión en 1929, el gobierno se apropió de las reservas de oro, que adquirió al tipo de cambio oficial. Su objetivo era pagar la deuda externa, lo que efectivamente hizo. El caso argentino fue muy excepcional, ya que se llevó a cabo teniendo presente la experiencia que habían dejado a sus contemporáneos los problemas para obtener oro en el mercado y pagar la deuda con la Casa Baring en 1890 (habían pasado 4 décadas).

En el análisis de esta crisis, debe tenerse en cuenta que, en el caso de un país pequeño endeudado en moneda extranjera, si se abandona el régimen de convertibilidad para expandir la oferta monetaria, se va a depreciar la moneda, lo que aumentará el costo de la deuda externa, su costo fiscal y, contrariamente a lo buscado, generará una contracción de la demanda. En la experiencia argentina, la salida de la convertibilidad llevó al *default* en 1825 o a un ajuste con restructuración de la deuda en 1890. En 1930, en cambio, se trató de resolver ese problema instaurando un control de cambios con dos tipos de cambio, vendedor y comprador, pudiendo extraerse de la brecha entre ambos, recursos al sector exportador. Si bien en medio de la crisis no se advirtieron sus efectos negativos, más adelante se reflejaron en el estancamiento de las exportaciones. Un caso distinto es el de países como Estados Unidos, que emiten deuda en su propia moneda.

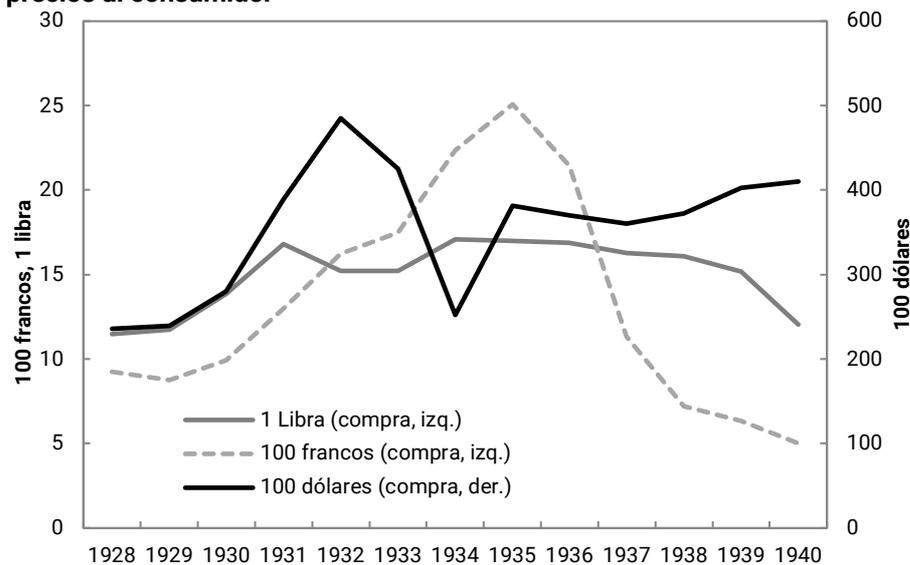
b. 1931

En octubre de 1931, Gran Bretaña decidió abandonar el patrón oro y devaluar la libra. Preocupado por las consecuencias que ello pudiera tener, el gobierno argentino implementó un control de cambios (medida que se había tomado durante la Primera Guerra en Alemania y los países centrales tras la crisis), se monopolizaron todas las operaciones con dinero extranjero y se fijó un tipo oficial de \$3,68 por dólar, que pronto quedó sobrevaluado, por lo que las ventas debieron racionarse. Como consecuencia de ello, las remesas de las ganancias de compañías extranjeras (principalmente bancos y compañías de seguros y navegación) no pudieron obtener cambio, quedando congeladas en pesos las deudas que tenían con sus casas matrices.

Las compañías británicas reclamaron por esta medida, pero al no poder enviar sus ganancias, bajaron sus cotizaciones en la Bolsa, sufriendo pérdidas para convertir fuera de la Caja sus pesos devaluados en libras (lograron mejorar su situación, en cambio, al hacerlo antes de la siguiente devaluación del 20% en 1933). El problema de los pesos congelados fue uno de los que se intentó

resolver con el tratado Roca-Runciman, un convenio de pagos bilateral que reemplazaba el régimen multilateral del patrón oro. A partir de 1931, el tipo de cambio fue fijado por la Comisión de Control de Cambios que lo mantuvo retrasado hasta 1933 (ver el Gráfico 12).

Gráfico 12. Mercado oficial de cambios internacionales deflactado por precios al consumidor



Nota: en pesos moneda nacional, IPC base 1928 = 1.

Fuente: Anuario Geográfico Argentino (1938) y Baiocco, P. (1937).

2.4. Las reformas monetarias: el nuevo rol de la Caja de Conversión

Entre 1931 y 1932 se tomaron otras dos medidas que dieron a la Caja un papel distinto al que tuvo durante la vigencia del patrón oro y que sería más parecido al que tendría el Banco Central (ver el Cuadro 3 y el Gráfico 13).

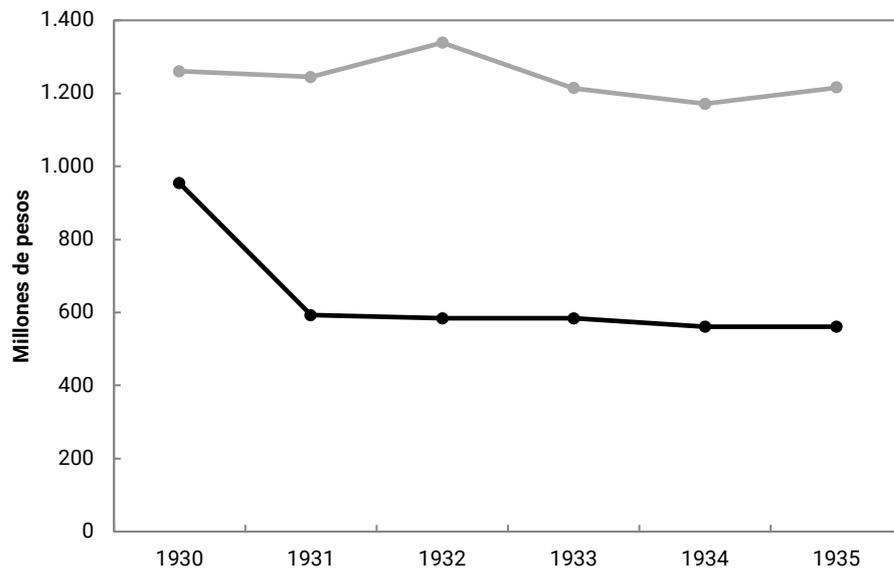
Cuadro 3. Fuentes de Creación de Circulante en la Caja de Conversión

En millones de pesos, a fin de período

Año	Oro	Documentos comerciales	Empréstito patriótico	Emisión	Redescuentos comerciales	Préstamos al Gobierno Nacional
1930	953,7			1.260,7	151,5	692,5
1931	592,9	359,2		1.245,1	284,8	721,8
1932	583,9	295,3	156,5	1.338,7	315,9	713,8
1933	583,9	206,5	153,4	1.213,9	292,6	719,9
1934	561,0	172,2	145,3	1.171,5	295,2	729,6
1935	561,0	216,4	145,3	1.215,7	216,4	n.d.

Fuente: Arnaudo, A. (1987).

Gráfico 13. Reservas de oro y emisión monetaria en la Caja de Conversión



Fuente: Arnaudo, A. (1987).

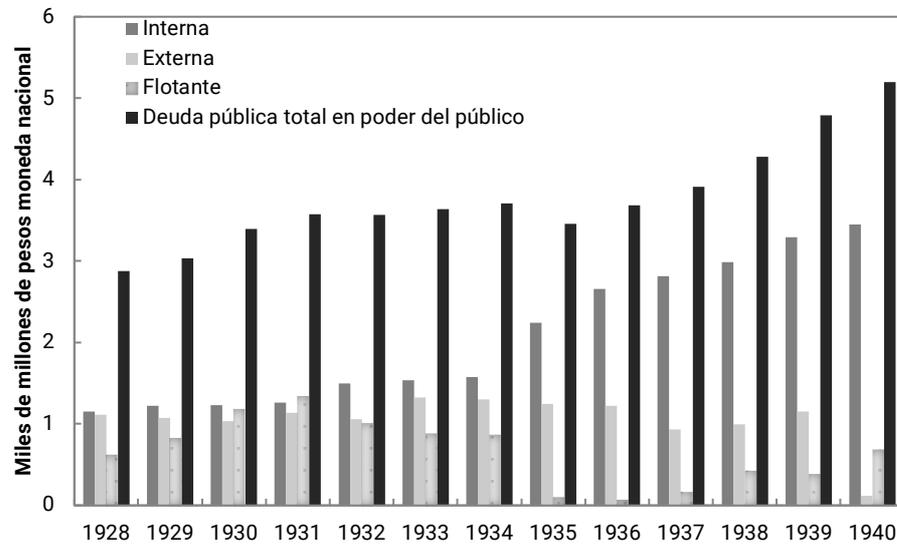
En 1931 se le autorizó a emitir, en base a redescuentos del Banco Nación, documentos comerciales, poniéndose en práctica la norma de 1914. En 1932 se extendió la autorización para emitir, colocándose deuda del gobierno (Empréstito Patriótico).

La emisión sobre redescuentos permitió a los bancos aumentar sus casi exhaustas reservas y, por ende, continuar brindando crédito al sector privado (o al menos renovarlo, no exigiendo los pagos a sus vencimientos) y al gobierno (que con ellos pudo pagar parcialmente a sus empleados y proveedores).

Con la colocación de deuda del gobierno en la Caja, que fuere descontada, se pudo resolver, en gran medida, el problema de la deuda flotante consolidándola en títulos (ver el Gráfico 14).

En realidad, la política monetaria tuvo como objetivo financiar los gastos del gobierno, con emisión directamente, como en 1930, ayudando a los bancos (Nación y particulares) que prestaban al gobierno nacional, como en 1931. No puede decirse que el gobierno haya utilizado la política monetaria pero no la fiscal porque, en 1931 y 1932, la política monetaria tuvo como propósito ayudar al gobierno, directamente o por medio de los bancos para que le prestaran a éste. Pero es cierto que su propósito no fue estimular la economía, aunque de hecho en alguna medida eso ocurrió, ya que se evitó el efecto recesivo que tenía la paralización de los pagos y se pudo salvar a los bancos de las quiebras, lo que hubiera acentuado la recesión.

Gráfico 14. Evolución de la deuda pública



Fuente: Comité Nacional de Geografía (1941). Anuario Geográfico Argentino.

2.5. 1933: La reforma del régimen cambiario, la devaluación, los pesos bloqueados y el tratado Roca-Runciman

En 1933 el gobierno decidió una devaluación del 20% y una reforma del régimen de cambio, fijando un tipo vendedor y otro comprador. La diferencia, se dijo, se destinaría a ayudar a los agricultores, cuyos precios de exportación se veían perjudicados porque se les liquidaban las ventas a un cambio más barato. Los *márgenes de cambio* se convirtieron, en cambio, en una fuente importante de recursos fiscales cobrados en moneda extranjera, que permitieron pagar los servicios de la deuda externa. Debe tenerse en cuenta, y ésta es la innovación en política económica, que si bien la devaluación fue un recurso varias veces utilizado (1826 y 1885), ella aumentó el costo en oro de la deuda externa, produciendo un efecto negativo enorme sobre las arcas fiscales y sobre el mercado de cambios. En 1929, al apropiarse del oro de la Caja, y en 1933, con el control y el margen de cambios, como lo señalamos más arriba, el gobierno pudo devaluar sin producir las mismas consecuencias. La devaluación mejoró la situación del sector agropecuario, que de todos modos no percibió el total de sus beneficios. Además, como se volvería a ver más adelante, cada vez que las medidas tendían a aumentar los precios domésticos no agropecuarios, el efecto real de la depreciación se perdía y, por lo tanto, no servía como un instrumento a largo plazo para mejorar las exportaciones. Por otro lado, aun cuando saliendo del patrón oro se tenía autonomía para fijar el cambio, la expansión monetaria, en un contexto ya no recesivo, produciría inflación y si no se devaluaba, retraso cambiario.

El objetivo que se propuso el gobierno argentino al negociar el Pacto Roca-Runciman fue mejorar la posición de las exportaciones de carne, perjudicadas por las cuotas de importación para los países que no pertenecían al *Commonwealth* (lo que implicaba el abandono de las cláusulas de la nación más favorecida que regían con Gran Bretaña desde 1825). El tratado, como los que siguieron para otros países, fue un convenio bilateral de pagos (desaparecido el multilateral del patrón oro). Para el Reino Unido fue lograr que se autorizaran remesas en libras de las ganancias

de las compañías británicas en Argentina. La posición del Reino Unido se vio sometida a dos influencias distintas, la de los intereses ganaderos de los dominios del Reino Unido y de Escocia, en contra de hacer concesiones a las importaciones de carne argentina, y la de las empresas británicas en la Argentina, favorables a hacerlas para lograr el descongelamiento de las remesas de sus sucursales. Como ocurre usualmente, la solución no conformó del todo a nadie. El acuerdo concedió a la Argentina una cuota en el mercado británico correspondiente a las exportaciones de 1932, bastante menor que el nivel de 1928 pero mayor de la que se esperaba de la conferencia de Ottawa, y en el tema de los pesos congelados, se logró que la Argentina, por medio de un complicado mecanismo financiero, obtuviera un préstamo en libras para convertir las remesas y evitar el efecto recesivo sobre el tipo de cambio que habría tenido disponer de divisas de las exportaciones para pagar las remesas congeladas en pesos.

2.6. El empréstito de desbloqueo: bono Roca

Las empresas e individuos que debían cumplir obligaciones con el exterior (como remesas de ganancias, pago de deudas e intereses o importaciones no esenciales) se encontraron con que no podían comprar divisas en el mercado oficial ya que, desde octubre de 1931, cuando se instauró el control de cambios, su oferta estaba racionada y sólo se autorizaba para aquellos pagos que se consideraban indispensables. Las ganancias que no se pudieron convertir en libras se depositaron en los bancos o fueron invertidas en títulos públicos, alcanzando unos 12 millones de libras o unos 160 millones de pesos. Como no era posible disponer de una sola vez de ese volumen de divisas, se trató de obtener crédito a largo plazo en el exterior para pagarlas, buscando emitir bonos en libras. Más adelante, se haría lo mismo emitiendo bonos en dólares, francos franceses y suizos para entregar a quienes tenían obligaciones en el exterior en esas monedas, por montos que terminaron siendo superiores a los del empréstito en libras. Pero, como dijimos, los bonos argentinos no eran de fácil colocación en el mercado internacional tan cerca de la crisis de 1930. ¿Sería posible que una emisión, la primera después de la crisis, de una magnitud tan considerable (12 millones de libras) fuera absorbida en el mercado internacional sin que se produjera una caída estrepitosa de sus cotizaciones?

Para lograrlo, como parte del Pacto Roca-Runciman, se elaboró una compleja ingeniería financiera. Se formó una compañía, *The Argentine Convention Trust* que compraría a los titulares de fondos bloqueados los bonos del gobierno argentino con emisión de certificados, que a su vez podrían venderse en el mercado londinense. Al mismo tiempo, con lo producido de la venta de otros certificados y su propio capital, compraría otros títulos del gobierno británico al 3% (*gilt bonds*, es decir bonos de primera calidad). Los certificados A, B y C tendrían distintos intereses y plazos de vencimiento. Los bonos argentinos se comprarían con un 20% en efectivo y un 60% en certificados del *holding* (es decir a un 80%) "*C bearing interest up to a maximum of 3%*."

Los bonos se colocaron con éxito en el mercado, lo que no solo se debió al *mix* de títulos en el *holding* que se había formado (*Convention trust*) sino al hecho de que, debido al Pacto Roca-Runciman y a las reformas al sistema de cambios de 1933, habían disminuido sensiblemente el riesgo de cambio y el de liquidez.

El primero, porque el convenio comprometía el excedente comercial que la Argentina obtuviera de su participación en la provisión al mercado británico de carnes al pago de las deudas en libras (por remesas de interés y ganancia y las importaciones británicas).

No es el caso tratar aquí si la Argentina pudo obtener mejores condiciones comerciales, ni la discriminación de que fue objeto en Ottawa debido a las preferencias imperiales, pero el hecho fue que, si algunas concesiones se hicieron para que pudiera continuar el comercio de carnes (aun cuando fuera en volúmenes inferiores a la crisis), ello se debió, en una medida no insignificante, a la presión de las propias compañías británicas, ferrocarriles, seguros, etc., que debían cobrar dividendos, intereses, etc.¹² En definitiva, la deuda se pagó con las exportaciones.

La otra cuestión era si el gobierno contaría con un superávit fiscal suficiente para no caer en *default*, y esto pareció garantizarlo cuando en el nuevo régimen de cambios se estableció un diferencial entre el tipo comprador y vendedor de un 20% equivalente a la devaluación, margen que captó el gobierno y que fue utilizado para pagar sus obligaciones con el exterior (entre ellas, el empréstito Roca y la otra deuda en moneda extranjera).

La solución al problema del bloqueo de los pesos significó la desaparición de un factor enormemente perturbador para la economía argentina.¹³

2.7. El Banco Central. La emisión correspondiente a la revaluación del oro y el salvataje a los bancos

En 1935 se fundó el Banco Central con facultades monopólicas de emisión y el objetivo de mantener la estabilidad monetaria y suavizar las fluctuaciones cíclicas de la economía. Es cierto que, en parte, la función de emisión la había comenzado a realizar la Caja de Conversión, por lo que el régimen monetario del patrón oro había cambiado ya en 1929.

12 Hace algunos años se generó un interesante debate, originado en un artículo de Alhadeff, P. (1985); pp. 447-458 y respondido por Fodor, J. y O'Connell, A. (1985) pp. 459-463. Alhadeff justificaba la firma del pacto Roca Runciman como una condición de la colocación del empréstito, sin embargo, en mi opinión, fue lo contrario. Debieron ser las presiones de las compañías británicas las que forzaron a la aceptación de condiciones mejores a las originales para la colocación de las carnes argentinas perjudicadas por las preferencias imperiales. Es cierto que Argentina, como dicen Fodor y O'Connell, no tenía el compromiso de pagar esas sumas, ya que eran obligaciones privadas, pero fue un recurso para hacerse de crédito en pesos. Alhadeff se refiere al empréstito, aunque no al mecanismo de financiamiento que ahora detallamos.

13 Véase lo que más adelante dice *The Economist* (1934); p. 933:

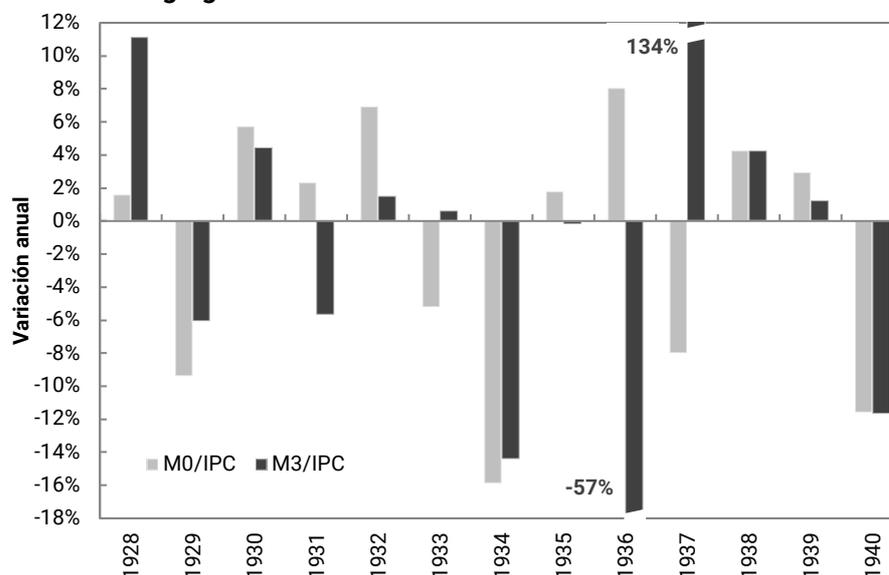
"Today Argentina stands in magnificent isolation as the only South American borrower who has met 100% of her overseas debt service, throughout the depression, promptly, unquestioningly and with a good grace. Some 7,156,100 pounds of new sterling bonds of the Argentine government have been ingeniously mixed with 5,367,075 of British government 3% conversion loan, 1948-53 and a small amount of cash, to form a basis for three classes of stock in the United Kingdom and Argentine convention trust, and a further 6,370,300 pounds of 4% ("Roca") bonds have subsequently been introduced separately and directly to the London market. Not all investors may have appreciated the fact that although the primary object of the "Roca" issue was to enable British companies in the Argentine to secure sterling for the homeward remittance of frozen peso balances, the Argentine government has been put in possession of a corresponding amount of loaned funds, subscribed in effect by the British investor, which is at liberty to expend at its unfettered discretion. Having completed these arrangements, the government has proceeded to devalue the peso by a scheme under which, broadly, exporters may sell their produce freely but are required to hand over the resulting proceeds to the government at a fixed rate. The latter utilizes part of the proceeds for meeting its own external debt obligation and puts the residuum up to Dutch auction among the importing interests."

Lo que tuvo mayor importancia para volver a la normalidad, sin embargo, fue la revaluación del oro, lo que permitió, de hecho, duplicar la emisión monetaria y generar fondos para poner fin a los enormes desajustes que arrastraban los bancos y el fisco.

La revaluación del oro implicó un aumento en los activos del Banco Central de alrededor de 700 millones de pesos. Esta emisión se utilizó para pagar la deuda del gobierno con el Banco Nación y con los bancos particulares. Los bancos que tenían deuda incobrable en sus activos la sustituyeron con efectivo emitido por el Banco Central. Ello no aumentó la capacidad prestable de los bancos comerciales, sino que se destinó a aumentar sus reservas, que estaban en niveles mínimos. No se trató de una nueva expansión de los agregados monetarios amplios, sino del saneamiento de la cartera de los bancos, incorporando circulante a sus exhaustas reservas. Por eso, cuando en 1935 subió el M0, el M3 bajó (ver el Gráfico 15). Otra suma fue al Banco Nación por redescuentos dados a los bancos privados, cuyos préstamos se habían vuelto incobrables. Todo ello sirvió para restaurar confianza.

Lo que sí tuvo un propósito deliberado, fue la política monetaria anticíclica comenzada con la absorción en la fase de alza de 1935-1936, vendiendo certificados de participación a los bancos (esterilizando la emisión producida por la entrada de divisas) y comprándolos en 1937, en la fase de baja, expandiendo la oferta monetaria (ver el Gráfico 15). Esta política evitó que el país sufriera la mayor parte de los efectos de la crisis internacional de 1937, pero no se mantuvo hasta el final de la guerra.

Gráfico 15. Agregados monetarios reales



Fuente: elaboración propia en base a Baiocco, P. (1937) y Ferreres, O. (2011).

En los diez primeros años del Banco Central existieron dos etapas: la de 1935 a 1940, en que se implementaron políticas anticíclicas, y la de 1940 a 1945, que fue una de fuerte expansión con políticas procíclicas. En definitiva, y así fue en lo sucesivo desde el comienzo de la guerra, las políticas del Banco Central fueron subordinadas a las necesidades fiscales.

2.8. El papel del Instituto Movilizador de Inversiones Mobiliarias

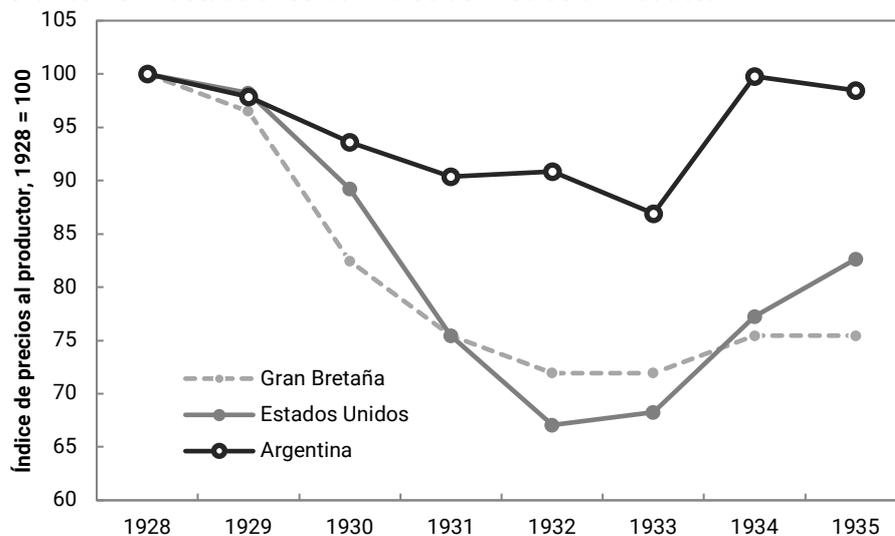
Uno de los instrumentos destinados a sanear la situación de los bancos fue la creación del IMIM, Instituto Movilizador de Inversiones Mobiliarias, que tomó a su cargo los activos inmovilizados (incobrables) de algunos bancos. Se destinó al efecto más de la mitad de la emisión creada por el revaluó de los activos (390 millones de pesos). Todo ello permitió solucionar la muy difícil situación bancaria poniendo fin a la crisis.

2.9. Los canales de transmisión. Los efectos de las medidas sobre los precios (deflación), los salarios reales y la tasa de interés

a. Precios

Las políticas adoptadas contribuyeron a que la deflación de precios (medida por los precios al productor) fuera menos pronunciada que en Estados Unidos y Gran Bretaña (ver el Gráfico 16). Pero fue diferente la evolución de los precios agrícolas, que estaban determinados internacionalmente y cayeron más (ver el Gráfico 5).

Gráfico 16. Fluctuaciones del Índice de Precios al Productor



Fuente: National Statistics UK, Bureau of Labor Statistics y Dirección General de Estadísticas y Censos de la Nación, Argentina.

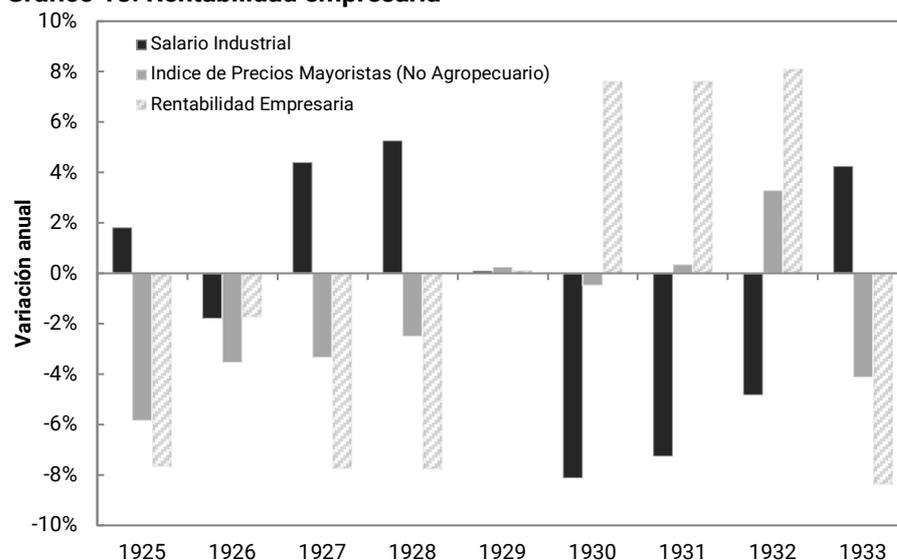
b. Salarios reales

Según Bernanke y James (1990) el aumento de los salarios reales en una situación deflacionaria produce la caída de la rentabilidad de las empresas.

En la Argentina, las medidas adoptadas evitaron, como dijimos, una baja de precios mayoristas y, por lo tanto, una caída de la rentabilidad empresarial. Los salarios reales cayeron menos (deflactados por el IPC, es decir, por la canasta de bienes de consumo) debido a la mayor caída de los precios de los alimentos (ver el Gráfico 17). Por este motivo, la rentabilidad de los empresarios

subió (ver el Gráfico 18). Ello fue posible, debido al control de cambios, que evitó que la baja de los precios de las manufacturas importadas afectara la producción industrial doméstica, encareciendo el tipo de cambio, sin afectar al asalariado, porque los alimentos que se cotizaban internacionalmente se retrajeron hasta 1933 y, además, por ser convertidos a un tipo de cambio más bajo.

Gráfico 18. Rentabilidad empresaria



Fuente: Cortés Conde, R. (2009).

c. Tasas de interés

La deflación afectó la tasa de interés, que subió en términos reales haciendo más gravoso el pago de las deudas y, por consiguiente, tuvo efecto en la inversión.

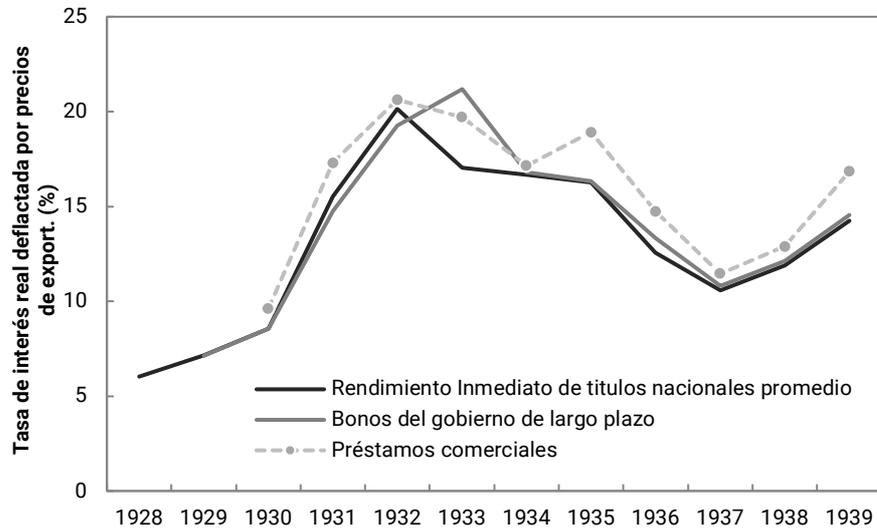
En el caso de la Argentina de entonces, para los exportadores, la tasa de interés real relevante es aquella deflactada por los precios de las exportaciones (los del propio producto), así como también para el gobierno, porque sus ingresos en gran medida dependían del comercio exterior.

La tasa de interés real fue elevada para el sector agropecuario exportador, ya que estaba deflactada por los precios de exportación, que habían caído aún más. Recién en 1935 las medidas tendieron a reducirla, lo que en realidad se debió a la suba de los precios internacionales que se dio en 1934.

Para los exportadores, la tasa real (deflactada por sus precios) aumentó hasta 1933 y recién bajó significativamente después de 1935, para volver a aumentar desde 1937 (ver el Gráfico 19). Para el sector industrial la tasa de interés bajó desde 1932 (ver el Gráfico 20).

Los precios de los productores subieron debido al aumento de las importaciones (por la devaluación) y por la imposibilidad misma de importar por el control de cambios. La tasa de interés real para el productor, que había aumentado hasta 1932, bajó fuertemente después, hasta 1938.

Gráfico 19. Tasa de interés real para exportadores
Deflactada por precios de exportaciones



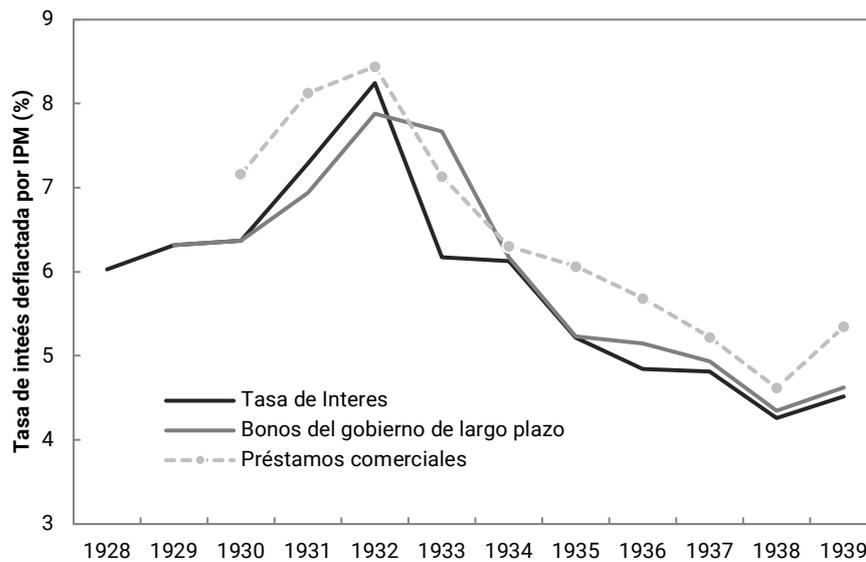
Fuente: elaboración propia en base a Homer, S. y Sylla, R. (2011) y Ferreres, O. (2011).

2.10. La economía real. Producción

La recuperación comenzó en 1934, impulsada por una mejora en los precios de las exportaciones, que ese año subieron un 34,6%, y entre 1934 y 1937 un 61,7%. La reversión de los precios agrícolas se debió a la devaluación norteamericana de 1933, como se ve en los Gráficos 5 y 6, en donde se comparan los precios del trigo en dólares y en francos franceses oro, pero también a la sequía de 1934 en Estados Unidos, ayudada, además, por la devaluación del 20% del peso en noviembre de 1933. Se mantuvo, a su vez, debido a la fuerte expansión monetaria en Estados Unidos, a causa de las entradas de oro desde Europa a partir de 1933, cuando Hitler asume el poder en Alemania.

Con el cierre de la Caja de Conversión en 1929, el peso comenzó a depreciarse desde 1931, cuando se estableció el control de cambios y se mantuvo en un nivel de \$3,80 por dólar hasta fines de 1933. Mientras el tipo de cambio se mantuvo fijo hubo una leve suba de los precios internos.

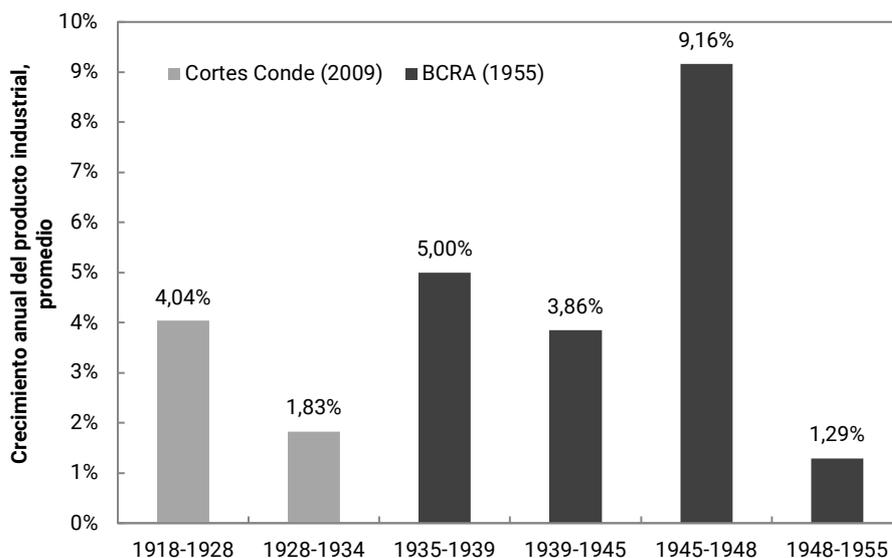
Gráfico 20. Tasa de interés real deflactada por IPM



Fuente: elaboración propia en base a Homer, S. y Sylla, R. (2011) y Anuario Geográfico Argentino.

Con el aumento de los ingresos agrícolas, mejorada la situación financiera y con un importante aumento de la oferta monetaria (cuando se redescontaron documentos comerciales del Banco Nación y se monetizó parte del Empréstito Patriótico), la industria creció un 9,7 % en 1934, respecto a 1933, en volumen físico. La actividad industrial siguió creciendo un 5% entre 1935 y 1939, pero durante la guerra su crecimiento fue un tanto menor, cayendo a 3,9%. El salto se produjo en 1945, en los primeros años de la posguerra creció a un ritmo de 9,2%. Fue el período más brillante de la industrialización sustitutiva de importaciones. Los precios bajaron hasta 1936, se estabilizaron luego y comenzaron a subir desde 1939. La actividad industrial decayó un 11,5% con el clima de desconfianza de la guerra entre 1939 y 1940, pero luego se recuperó paulatinamente hasta llegar a su nivel anterior, alrededor del año 1943 (ver el Gráfico 21).

Gráfico 21. Crecimiento anual del producto industrial, promedio de cada período

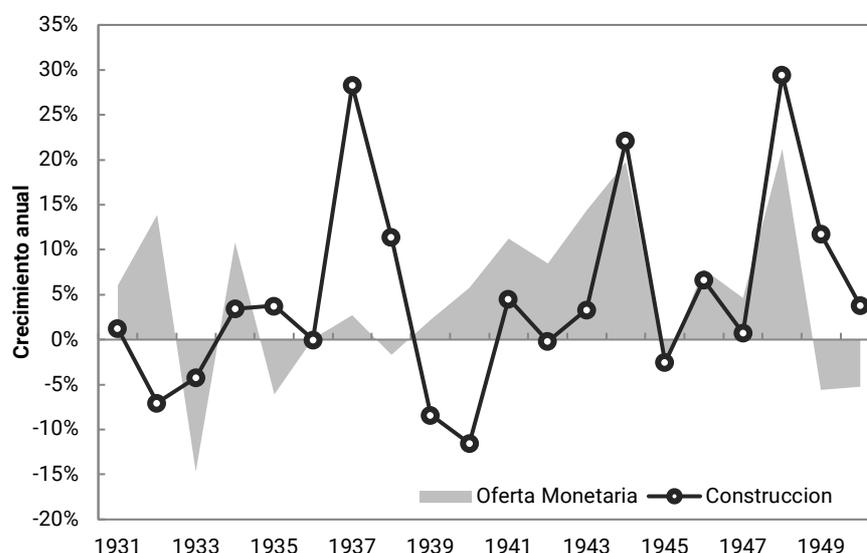


Fuente: Cortés Conde, R. (2009) y BCRA (1955).

A pesar de que los precios internacionales se habían recuperado en 1934, la agricultura volvió a sufrir en 1938 debido al cierre de los mercados de Europa Central en los primeros años de la guerra, afectando las exportaciones. Esto llevó al gobierno a intervenir comprando la cosecha de trigo de 1938 y 1939. A partir de 1941 retornó el crecimiento de la producción.

La construcción tuvo la mayor fluctuación cíclica (ver el Gráfico 22). La inversión cayó en 1930 y se recuperó en 1933, pero en un nivel ligeramente superior al 20% respecto al PBI. Luego, en los años de la guerra, quedó por debajo, siendo más alta en la construcción que en maquinarias y equipos (65% y 35% de la inversión, respectivamente, en promedio, durante los años de la guerra) (ver el Gráfico 23).

Gráfico 22. Oferta monetaria y construcción

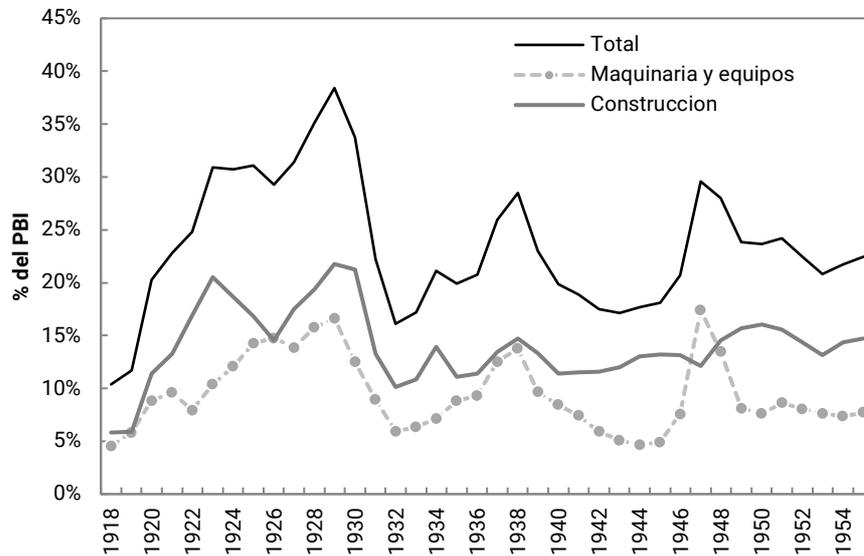


Fuente: Cortés Conde, R. (2009).

La inversión en maquinarias y equipos cayó fuertemente durante los años de la crisis de 1930, mientras que en la construcción se mantuvo. Con el fin de la guerra, entre 1945 y 1946, se recuperó la inversión en maquinaria y equipos, pero muy pronto volvió a caer fuertemente, continuando en un bajo nivel durante los años siguientes. Mientras, la construcción subió para luego caer con la recesión de 1952, aunque posteriormente volvió a recuperarse. Esto muestra la debilidad del proceso de industrialización, limitado por la incapacidad de mantener un nivel razonable de inversión en maquinarias y equipos, ya que estos dependían principalmente de las importaciones.

La recuperación industrial se basó en la utilización de la capacidad instalada previamente a 1930, por lo que tenía sus límites. Era evidente que surgiría la necesidad de inversión en infraestructura y bienes de capital. Entre 1929 y 1932, los salarios nominales bajaron estrepitosamente (40%), pero a consecuencia de la baja de precios, su caída real fue mucho menor (9% entre 1929 y 1930). Se recuperaron luego, pero quedaron, en los años cuarenta, un 4% por debajo del nivel de 1929, a pesar de que el producto había crecido. La tendencia de salarios reales altos de la década de los años veinte se había revertido.

Gráfico 23. Inversión Bruta Interna Fija (% del PBI)



Fuente: Cortés Conde, R. (2009).

Los términos de intercambio bajaron hasta 1933, ya que los precios de las manufacturas bajaron menos que los de los alimentos, subieron luego hasta 1937 como resultado de la recuperación de los precios agrícolas y desde entonces hasta 1944 fueron negativos, ya que a pesar de la suba de los precios de las exportaciones, los de las importaciones subieron aún más.

La caída de los precios se advierte en los niveles de las exportaciones en dólares corrientes y la variación negativa de las exportaciones entre 1928 y 1955, como se puede apreciar en el Gráfico 24. Hay una baja relativa en 1938, por la crisis mundial de 1937, y al comienzo de la Segunda Guerra Mundial. La recuperación empieza en 1941 y se hace muy fuerte en la inmediata posguerra.

Gráfico 24. Exportaciones e importaciones



Fuente: Cortés Conde, R. (2009).

La construcción cayó hasta 1932 y subió en 1933, lo que estuvo relacionado con una cierta expansión de la cantidad de dinero, aunque recién comenzó un crecimiento robusto cerca de 1940, como resultado de la expansión monetaria de los años de guerra.

3. Comparación internacional. Los mecanismos de transmisión de la crisis a la deflación y la depresión, según Bernanke. Diferencias entre los países dentro y fuera del patrón oro. El caso argentino

En el Cuadro 4 nos referimos a la información de Bernanke sobre los distintos cambios institucionales en las políticas respecto al patrón oro y los comparamos con Argentina:

Cuadro 4. Años de cambios en la política del patrón oro

País	Retorno al oro	Suspensión del patrón oro	Control de cambios	Devaluación
Reino Unido	may-29	sep-31	-	sep-31
Estados Unidos	jun-19	mar-33	mar-33	abr-33
Alemania	sep-24	-	jul-31	-
Francia	ago-26 - jun-28	-	-	oct-36
Australia	abr-25	dic-29	-	mar-30
Nueva Zelanda	abr-25	sep-31	-	abr-30

Fuente: Bernanke, B. y James, H. (1990).

País	Retorno al oro	Suspensión del patrón oro	Control de cambios	Devaluación
Argentina	1927	dic-29	sep-31	nov-33

Fuente: Elaboración propia.

En el Cuadro 5 se comparan las variaciones de precios mayoristas y en el Cuadro 6 los indicadores monetarios en esos países (ver también los Gráficos 25, 26 y 27), según la misma información del trabajo de Bernanke.

Cuadro 5. Evolución de los precios mayoristas (log-diferencia del índice de precios mayoristas)

País	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
Reino Unido (1931)	-0,17	-0,18	-0,04	0,01	0,04	0,04	0,06
Estados Unidos (1933)	-0,10	-0,17	-0,12	0,02	0,13	0,07	0,01
Alemania (1931)	-0,10	-0,12	-0,14	-0,03	0,05	0,03	0,02
Francia (aún en 1936)	-0,12	-0,10	-0,16	-0,07	-0,06	-0,11	0,19
Australia (1929)	-0,12	-0,11	-0,01	0,00	0,04	0,00	-0,05
Nueva Zelanda (1930)	-0,03	-0,07	-0,03	0,03	0,01	0,03	0,01

Fuente: Bernanke, B. y James, H. (1990).

País	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
Argentina (1929)	-0,05	-0,04	0,01	-0,05	0,14	-0,01	0,02

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ferreres, O. (2011).

Cuadro 6. Contracción Monetaria, indicadores monetarios

	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
1. Países que abandonaron el patrón oro en 1931							
Variación M0	-0,04	-0,02	-0,07	0,06	0,05	0,05	0,08
Variación M1	0,01	-0,11	-0,07	0,02	0,05	0,04	0,08
Variación M2	0,03	-0,08	-0,04	0,03	0,05	0,05	0,06
Var. tasa de descuento	-0,80	0,40	-0,20	-1,20	-0,40	-0,10	-0,10
2. Países aún en el patrón oro en 1936							
Variación M0	0,03	0,07	-0,06	-0,02	0,01	-0,03	0,03
Variación M1	0,05	-0,06	-0,07	-0,05	0,01	-0,06	0,08
Variación M2	0,08	0,00	-0,02	-0,02	0,02	-0,03	0,05
Var. tasa de descuento	-1,40	-0,40	0,10	-0,40	-0,40	0,80	-0,30
3. Promedio general: países dentro del patrón oro							
Variación M0			-0,04	-0,03	0,01	-0,02	
Variación M1			-0,09	-0,04	-0,01	-0,06	
Variación M2			-0,05	-0,01	0,01	-0,02	
Var. tasa de descuento			0,20	-0,50	-0,40	0,70	
4. Promedio general: países fuera del patrón oro							
Variación M0			-0,07	0,05	0,03	0,06	
Variación M1			-0,06	0,01	0,04	0,05	
Variación M2			-0,03	0,02	0,04	0,05	
Var. tasa de descuento			-0,30	-1,00	-0,40	-0,20	

Fuente: Bernanke, B. y James, J. (1990).

	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
Argentina							
Variación M0	0,01	-0,01	0,08	-0,09	-0,03	0,32	0,00
Variación M1	-0,02	-0,15	0,04	0,05	0,00	0,01	0,17
Variación M2	0,00	-0,11	-0,01	-0,01	0,01	0,01	0,09

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ferreres, O. (2011).

Gráfico 25. Variación de M0

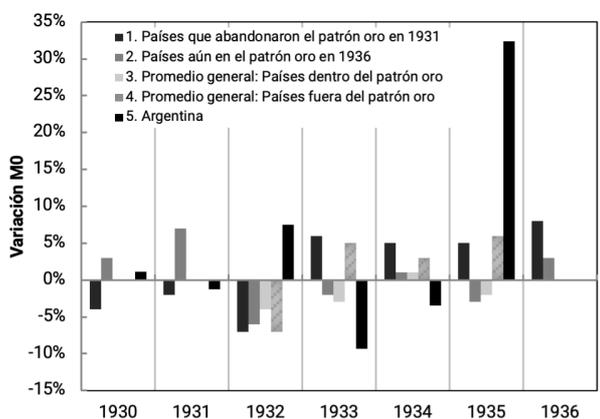


Gráfico 26. Variación de M1

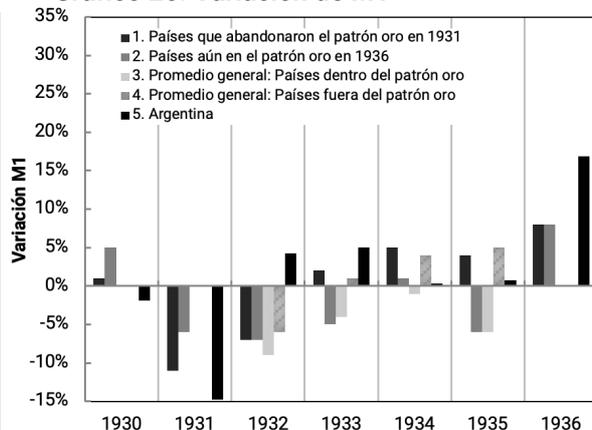
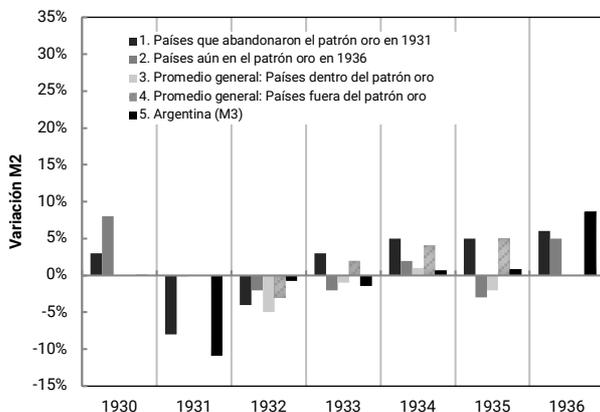


Gráfico 27. Variación de M2



Fuente: Bernanke, B. y James, H. (1990) y Ferreres, O. (2011).

Finalmente, observamos cómo evolucionó la producción industrial y los salarios reales (ver el Cuadro 7 y los Gráficos 27 y 28).

Cuadro 7: Producción industrial

Log-diferencia de los índices de producción industrial

País	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
Reino Unido	-0,08	-0,10	0,00	0,05	0,11	0,07	0,09
Estados Unidos	-0,21	-0,17	-0,24	0,17	0,04	0,13	0,15
Alemania	-0,15	-0,24	-0,24	0,13	0,27	0,16	0,12
Francia	-0,01	-0,14	-0,19	0,12	-0,07	-0,04	0,07
Australia	-0,11	-0,07	0,07	0,10	0,09	0,09	0,07
Nueva Zelanda	-0,25	-0,14	0,05	0,02	0,13	0,09	0,14

Fuente: Bernanke, B. y James, J. (1990).

País	1930	1931	1932	1933	1934	1935
Argentina*	-0,03	-0,04	0,00	0,10	0,10	0,18

Nota: (*) Valor agregado industrial

Fuente: Cortés Conde, R. y Harriague, M. (1994)

Cuadro 8: Salarios Reales (en log-diferencias)

País	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
Reino Unido	0,17	0,16	0,02	-0,02	-0,03	-0,03	-0,03
Estados Unidos	0,10	0,13	-0,01	-0,03	0,04	-0,03	0,02
Alemania	0,12	0,06	-0,03	0,00	-0,07	-0,03	-0,02
Francia	0,21	0,09	0,12	0,07	0,06	0,09	-0,06
Australia	0,10	0,01	-0,05	-0,04	-0,03	0,01	-0,03
Nueva Zelanda	0,03	0,00	0,00	-0,05	-0,01	-0,01	0,10

Fuente: Bernanke, B. y James, J. (1990).

País	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
Argentina	-0,04	-0,04	-0,05	0,08	-0,23	0,09	0,00

Nota: Salarios reales deflactados por el índice de precios mayoristas.

Fuente: Anuario Geográfico Argentino.

Gráfico 28. Variación de la producción industrial

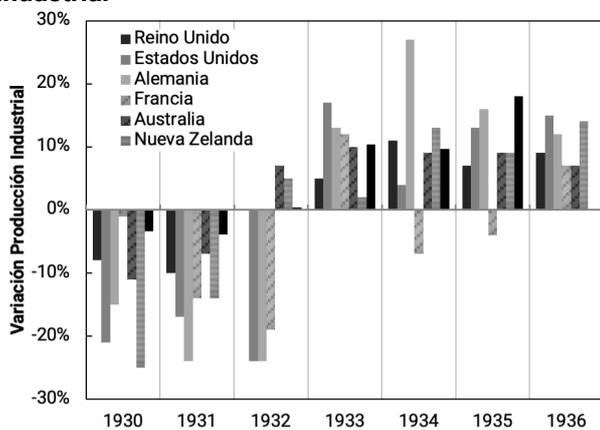
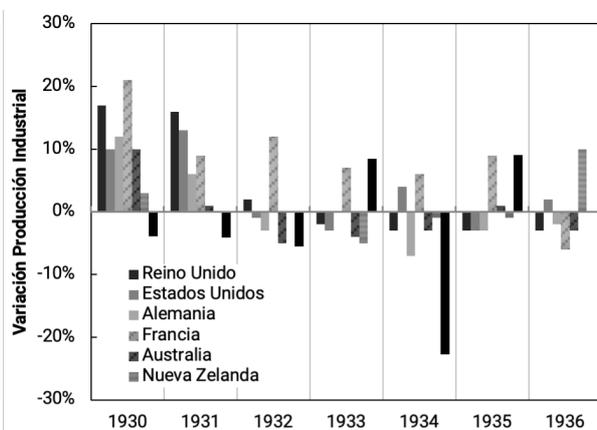


Gráfico 29. Variación de los salarios reales



Fuente: Bernanke, B. y James, H. (1990) y Ferreres, O. (2011).

4. Conclusiones

4.1. La transmisión de la crisis en una economía abierta

En Estados Unidos, según los autores mencionados, la inestabilidad financiera, que aumentó la demanda de liquidez y llevó a vender activos a precios ruinosos, tuvo un efecto negativo sobre la percepción del ingreso permanente, lo que condujo a la depresión. En Argentina, en cambio, fue la caída del valor de las exportaciones y su efecto en los activos agropecuarios y bancarios (con su resultado en la inestabilidad financiera) lo que incidió negativamente sobre el ingreso y, en consecuencia, el consumo y la inversión.

La caída del ingreso en los países a los que exportaba Argentina (Reino Unido, Países Bajos, Alemania, Estados Unidos, Bélgica) no sólo afectó su propio consumo sino, además, sus demandas de importaciones, por lo que la crisis se transmitió a aquellos países con los que comerciaba.

La caída en el sector agrícola fue fundamentalmente de precios, salvo en el año 1930, que fue también de volumen, cuando por condiciones climáticas disminuyó la cosecha. La caída de las exportaciones no sólo aquejó al sector agropecuario, sino a la banca donde éste estaba fuertemente endeudado. También al gobierno y, finalmente, a toda la economía.

Las exportaciones al Reino Unido, con un pico en 1929, cayeron en 1932 un 59%, y desde 1932 a 1934 se recuperaron un 55%, siguiendo luego, algo debajo de ese valor de 1934. Las exportaciones a Estados Unidos desde 1928 a 1932 bajaron un 87%, pero entre 1932 y 1936 subieron un 463%. Las exportaciones a Alemania cayeron hasta 1933 un 80%, se recuperaron en 1934 al subir un 42%, pero luego volvieron a bajar un 28% (ver el Cuadro 9).

Cuadro 9. Exportaciones argentinas por país de destino

En millones de dólares corrientes

Año	Reino Unido	Países Bajos	Bélgica	Alemania	Estados Unidos
1928	291,24	112,96	93,10	139,45	84,04
1929	291,74	87,47	97,05	90,77	88,97
1930	186,10	47,46	47,02	44,92	60,26
1931	164,01	44,54	39,15	34,73	25,44
1932	119,53	41,41	36,28	28,96	11,27
1933	136,84	35,95	37,84	28,63	29,11
1934	185,87	55,01	47,39	40,30	26,48
1935	168,82	43,64	43,01	33,96	59,35
1936	179,66	43,46	40,01	29,85	62,24
1937	223,46	72,13	72,25	52,28	98,07
1938	146,63	32,95	33,15	52,19	37,83
1939	171,65	38,80	33,71	27,38	57,39

Fuente: Ferreres, O. (2011).

4.2. Las medidas compensatorias

Ante esas circunstancias, se reaccionó con las siguientes medidas:

a. Políticas monetarias

El fin de la convertibilidad en 1929, lo que significó el abandono del patrón oro y se tradujo en una devaluación que impidió un deterioro mayor de la rentabilidad agropecuaria, y la reforma de las facultades de la Caja de Conversión permitieron emitir con independencia de las reservas.

La suspensión de la convertibilidad fue un recurso varias veces utilizado en la experiencia argentina cuando se presentaron dificultades fiscales y bancarias (1826, 1876, 1885). En 1930 no fue pensada como un instrumento de política macroeconómica, sino como un medio inevitablemente conocido en un país con experiencia en dinero inconvertible desde 1826.¹⁴ La consecuencia negativa que la devaluación hubiera tenido sobre el aumento de la deuda en moneda extranjera se compensó gravando las exportaciones (margen de cambios) que a su vez habían sido beneficiadas, en un principio, por la devaluación. Con el leve pero sostenido aumento de los precios internos esa renta devaluatoria se fue disipando. De todos modos, es cierto que, aunque no deliberadamente, se independizó la oferta monetaria de la evolución del sector externo. Aunque la política monetaria no fue expansiva hasta 1935, se limitó a evitar una mayor contracción y a dar crédito al gobierno y al sector privado (ver el Cuadro 10).

¹⁴ En este sentido, podría decirse que, según el argumento de Friedman, fue la existencia de la Reserva Federal lo que impidió que, como en el pasado, los bancos de emisión decidieran la suspensión del retiro de depósitos, lo que hubiera evitado la generalización del pánico y las quiebras múltiples. Ver Friedman, M. y Schwartz, A. (1971). Esta afirmación tiene sus matices. Ver: Cortés Conde, R. (1989) p. 47-50.

Cuadro 10: Variación de Agregados Monetarios Seleccionados

Año	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
Variación M3	0,01	-0,01	0,08	-0,09	-0,03	0,32	0,00
Variación M1	-0,02	-0,15	0,04	0,05	0,00	0,01	0,17
Variación M2	0,00	-0,11	-0,01	-0,01	0,01	0,01	0,09

Fuente: Elaboración propia en base a Ferreres, O. (2011).

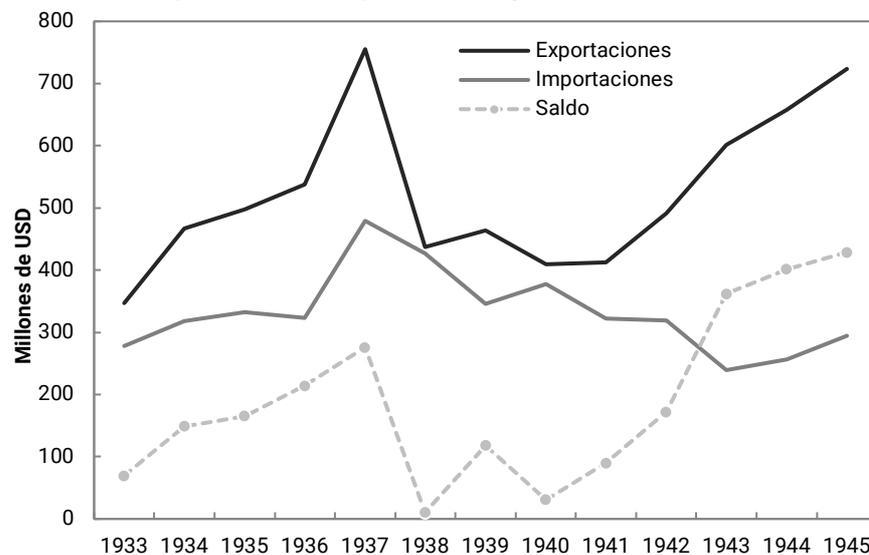
En 1935 se completaron las reformas con la revaluación del oro, lo que permitió un *bail out* al gobierno y a los bancos, conduciendo, finalmente, a una situación de relativa normalidad. Salvo el efecto inicial de la revaluación del oro en 1935, el Banco Central mantuvo la emisión vinculada con los flujos de reservas. Aunque es cierto que entre 1935 y 1937 llevó a cabo políticas contracíclicas con operaciones de mercado abierto (compra y venta de certificados de participación), al comenzar la guerra, desistió de ellas para no competir con el gobierno, necesitado de colocar su propia deuda. El gobierno no participaba de la bonanza de exportaciones porque sus ingresos dependían de las importaciones que habían caído por la guerra.

"Because revenue dropped [...] the government took advantage of the liquidity and deposited debt on the market to cover the contraction in revenue. But this very situation prevented the Central Bank from sterilizing the inflow of currencies, placing participation certificates on the market [...]. As revealed in the Treasury Yearbook for that year, as long as the government had to resort to the market to deposit its debt, the Central Bank could not do the same with its bonds, which could compete with the government debt [...]"¹⁵

La política monetaria cambió durante los años de la guerra y fue fuertemente expansiva. Existió también una balanza comercial muy favorable (ver el Gráfico 30) resultado del aumento de las exportaciones y de la caída de las importaciones. Esto se reflejó en la expansión monetaria, ya que no se esterilizaron los saldos comerciales, quedando depositados en el Banco de Inglaterra. La expansión de la base monetaria alentó al consumo y, por consiguiente, a las actividades sustitutivas de importaciones de bienes finales, ya que, además del tipo de cambio más alto, las importaciones estaban fuertemente racionadas. De todos modos, el crecimiento del producto y el producto industrial quedaron muy retrasados por el *shock* de oferta que significaron las limitaciones a las importaciones, resultado no sólo de las circunstancias de la guerra, sino de las impuestas al país por los aliados por su política exterior no solidaria con éstos.

15 Cortés Conde, R. (2009).

Gráfico 30. Exportaciones, importaciones y balanza comercial



Fuente: Cortés Conde, R. (2009).

b. Política fiscal

No hubo una política fiscal decididamente expansiva, por lo menos hasta 1935.¹⁶ Sólo en 1932 se monetizó parte de la deuda del gobierno para evitar una mayor contracción del gasto, y luego, en una magnitud mayor, recién en 1935, con la revaluación del oro de las reservas del Banco Central.

Entre tanto, el gobierno aumentó su deuda con los bancos y la deuda flotante no pagando a empleados y proveedores. Pero esto tuvo un efecto contractivo. El reemplazo de la deuda flotante por deuda que se consolidó en bonos, en la medida que la situación de los bancos se saneara, permitió usarlos como colateral de créditos, disminuyendo el efecto contractivo de los atrasos en los pagos (deuda flotante) y, por otra parte, el pago de las deudas del gobierno con los bancos con la emisión monetaria, como la de 1935, eliminó otro factor contractivo.

Los envíos de remesas al exterior hubieran tenido un efecto contractivo, pero se lo evitó congelando esa deuda en pesos. Esos ahorros, mientras tanto, fueron a los bancos, quienes aumentaron sus depósitos o títulos públicos, ayudando al financiamiento del gobierno.

c. Régimen de cambio. Devaluación. Margen de cambios

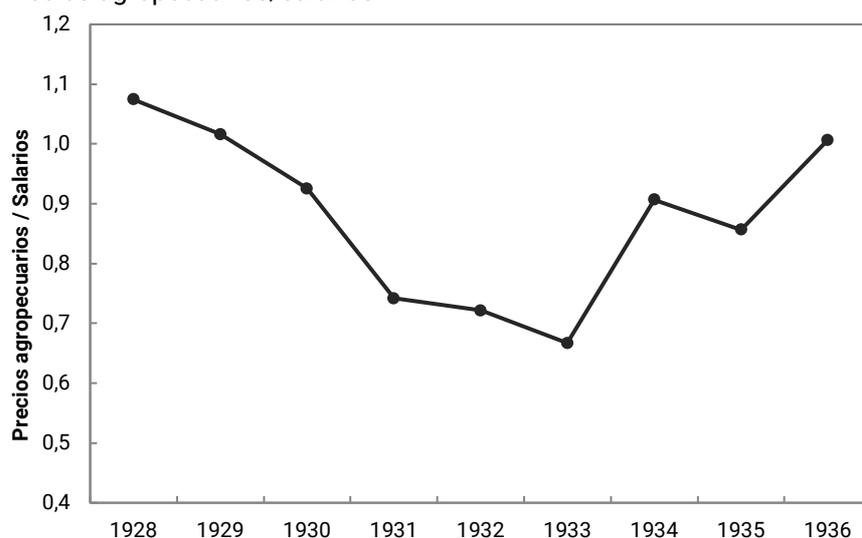
Recién en 1933, con un nuevo régimen de control de cambios, se fijaron tipos diferenciales. El margen de cambios fue un impuesto a las exportaciones y sirvió como un recurso importante para el fisco, muy crítico, porque se cobró en divisas a un tipo de cambio más barato para el gobierno.

¹⁶ "Argentina's basic orthodox fiscal stance, seeking to maintain budget balance, was conserved during the worst years of the Great Depression". della Paolera, G. y Taylor, A. (1999); pp. 567-599.

Aunque en parte es cierto que los nuevos diseños (abandono del patrón oro, devaluación, control de cambios, tipos diferenciales de cambio) aislaron al país de los *shocks* externos fue, en definitiva, la suba de los precios internacionales a partir de 1934, lo que más influyó en la recuperación.

La devaluación debido a la salida de la convertibilidad en 1929 evitó una caída mayor de la rentabilidad del sector agropecuario y, más adelante, la devaluación de 1933 permitió generar una cuasi renta devaluatoria de la que se apropió el gobierno, estableciendo un monopolio en el mercado de cambios, adquiriendo divisas a un precio inferior al del mercado para pagar la deuda externa (ver el Gráfico 31). La posibilidad de emitir abierta primero por la misma reforma a la Caja evitó la quiebra de los bancos y permitió financiar al agro y al gobierno en el peor momento de su caída de ingresos. De todos modos, hasta 1932 el volumen físico agropecuario había caído un 9,1%, el de la industria un 6,7% pero el de la construcción un 60,9% mientras el producto físico en total un 9%. La caída fue más de precios que de volumen (ver el Gráfico 5).

Gráfico 31. Rentabilidad agropecuaria
Precios agropecuarios/salarios

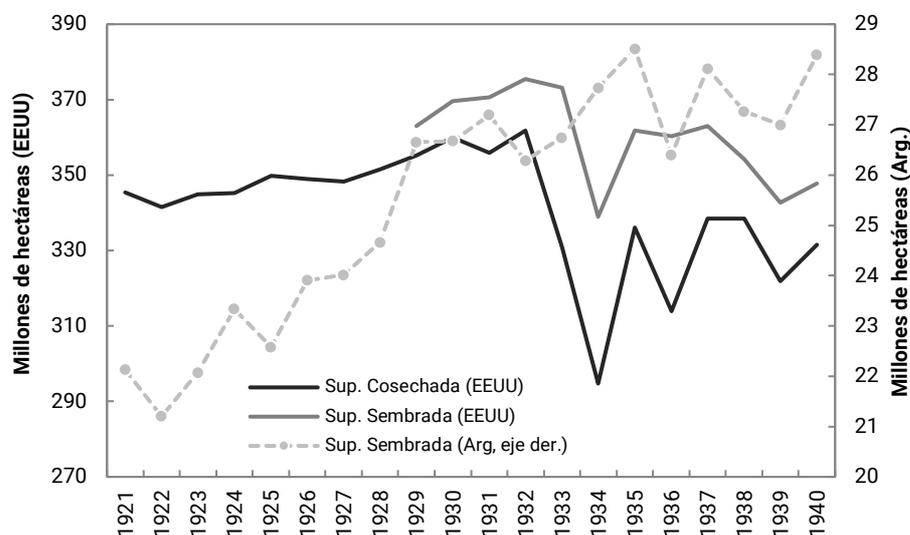


Fuente: Elaboración propia en base a Anuario Geográfico Argentino.

d. Factores externos

Pero independientemente de las medidas locales, fue la devaluación de Estados Unidos, efectos climáticos y la misma desaparición de numerosos agricultores de áreas marginales con su consecuencia sobre los precios de los cereales entre 1928 y 1933, lo que permitió la recuperación que se advierte recién después de 1933 y que la guerra consolidó (ver el Gráfico 32). Es decir, las medidas locales evitaron la depresión, pero la recuperación probablemente no se hubiera logrado sin la incidencia favorable de factores externos. Esto nos permite sostener que a pesar de la salida del patrón oro el país no estuvo totalmente aislado de los efectos de factores externos.

Gráfico 32. Superficie sembrada y cosechada en Estados Unidos y Argentina



Fuente: U.S. Bureau of the Census (1949), Historical Statistics of the United States, 1789-1945, Washington, D. C. y Ferreres, O. (2011).

5. Resumen final

El abandono del patrón oro en 1929, al independizar la oferta monetaria de las reservas, evitó su contracción y la deflación de precios. Pero esto no quiere decir que el gobierno se embarcó en una decidida expansión monetaria, sino que las medidas, muy prudentes y a veces vacilantes, que se tomaron trataron de evitar una contracción mayor. Esta fue menor ya que la caída de las reservas que de todos modos ocurrió fue a causa de los pagos de la deuda externa. Un paso adicional se tomó en 1931 y 1932, autorizando a la Caja a emitir en base a redescuentos y deuda del gobierno, lo que generó una moderada expansión del monto, que sirvió para aumentar la reserva de los bancos, evitando su cesación de pagos y para que el gobierno pudiera pagar a los empleados públicos y a sus proveedores. La devaluación y el control de cambios de 1933 ayudaron a la actividad protegiendo a la producción para el mercado interno, que tuvo un crecimiento moderado, arriba del 3% anual en volumen, aunque sin embargo estuvo por debajo del crecimiento de los años veinte que había sido de alrededor del 5%.

Fue sin embargo, en 1935, la revaluación del oro en el Banco Central, proveyendo los fondos para solucionar las deficiencias de los bancos y del gobierno, lo que estabilizó la situación. La emisión no se trasladó a una importante inflación debido al aumento de la demanda de dinero, pero lo cierto es que la recuperación a partir de 1934 estuvo empujada por factores externos, como la mejora de los precios agrícolas, que entre 1932 y 1939 subieron un 41%. Esto fue propiciado por la devaluación norteamericana de 1933 y una fuerte y continua expansión monetaria, resultado del aumento de reservas de la Fed por la entrada de capitales europeos tras la asunción de Hitler al poder, las políticas para ayudar a sus agricultores y la sequía en los Estados Unidos.

Pero sobre todo fue el gran crecimiento de las exportaciones en los años de guerra y la fuerte expansión monetaria, contrapartida de la entrada de divisas (ya que a diferencia de las políticas

anticíclicas que con éxito había realizado el Banco Central entre 1935 y 1937, por razones fiscales no emitió deuda para esterilizar los saldos comerciales positivos). La emisión aumentó directamente en relación al aumento de los saldos de oro de las exportaciones (registradas no por entradas al país sino por las sumas acreditadas a Argentina por la venta de exportaciones depositadas y no convertibles desde 1940 en el Banco de Inglaterra). La expansión monetaria se reflejó en el crecimiento del gasto y se tradujo (en condiciones de un *shock* de oferta de manufacturas en los países beligerantes) en un crecimiento industrial que, de todos modos, fue más moderado que en los años previos y los posteriores al fin de la guerra. Debido a las limitaciones impuestas por los países aliados a las importaciones de insumos industriales (materiales estratégicos) durante la guerra, como respuesta a una política exterior no solidaria con ellos, el crecimiento fue mucho menor que el de Estados Unidos e inclusive que el de México.¹⁷ El gasto del gobierno desde 1939 a 1943 no fue expansivo, ya que sus ingresos continuaron dependiendo de las importaciones que habían bajado por la guerra. Lo fue, en cambio, después con el gobierno militar de 1943.

Los factores externos y las mejoras de los precios agrícolas y de las exportaciones, ayudados por una política monetaria expansiva, fueron los que impulsaron el fuerte crecimiento industrial desde el fin de la guerra hasta 1948 a un 9,16% promedio anual.

En los años de posguerra, desaparecida la fuerte demanda por exportaciones y con precios agropecuarios en declive, la industria vio limitada su capacidad de importar. Entre 1948 y 1955 creció a menos de un 2% (un 1,34% promedio anual). Después del final de la guerra, cuando los precios no eran favorables, la economía estaba más aislada y había mayor protección, la industria se estancó.

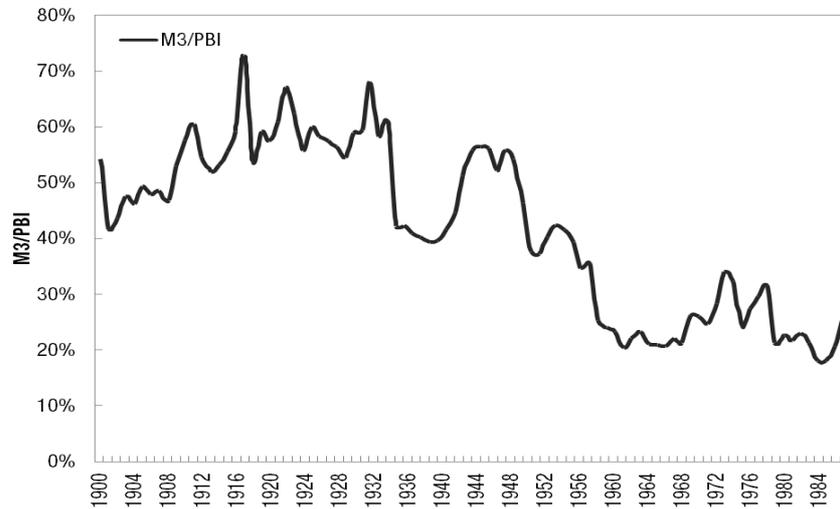
Entre otras conclusiones que surgen del estudio de la experiencia argentina en esa crisis y las anteriores (1825 y 1890), aparece la idea de que un país chico endeudado en otra moneda no tiene mucha autonomía para expandir su oferta monetaria ni la demanda agregada. Ello se debe al efecto que tiene la devaluación en el aumento de la deuda en su propia moneda, con las consecuencias recesivas del mayor costo fiscal. Por ello, la salida del patrón oro por sí misma no le da esa autonomía de política monetaria, salvo que se proceda como en 1933, cuando se estableció un mecanismo para gravar una actividad productora de divisas, los que de todos modos no pudo evitar todos los costos fiscales y el peso negativo sobre el sector exportador, aunque fue menos notorio debido a las grandes demandas de los años que siguieron durante la guerra e inmediata posguerra. En otros países, como Brasil, esto condujo a un *default* de la deuda externa.

Por otra parte, es cierto que la existencia de un Banco Central como *lender of last resort* fue una alternativa institucional mucho más flexible que el régimen de cambio fijo y la Caja de Convertibilidad para responder a un *shock* externo, pero también debe advertirse que, salvo en los primeros años de su funcionamiento, desde la guerra y por muchas décadas el Banco central no tuvo capacidad de hacer una política monetaria autónoma, sino que dependió de las necesidades

17 Díaz Alejandro, C. (1983).

fiscales, lo que tuvo un efecto negativo muy perdurable para la profundización financiera (Ver el Gráfico 33).

Gráfico 33. Ratio de M3 a PIB



Fuente: Cortes Conde, R. (2009).

Anexo

Cuadro 11. Producto bruto interno por sectores

En millones de pesos de 1914, índice 1929=100

Año	PBI	Industria	Agricultura	Ganadería	Transporte	Comercio	Gobierno	Construcción
1925	85,70	95,21	65,63	106,53	83,13	87,75	69,38	66,18
1926	91,24	94,28	86,17	105,76	87,95	92,25	74,69	58,35
1927	98,47	100,32	90,19	106,16	96,74	101,11	106,13	74,53
1928	99,03	102,14	96,20	102,39	98,28	100,04	93,87	86,69
1929	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
1930	91,88	96,64	73,63	103,35	91,41	90,91	109,34	94,84
1931	94,26	92,92	99,85	93,13	92,53	95,06	105,70	57,94
1932	90,94	93,25	90,83	97,11	86,02	89,33	112,27	39,02
1933	93,08	103,44	87,32	100,42	82,37	93,43	103,11	43,47
1934	100,85	113,96	94,97	102,98	85,21	99,22	123,41	65,83
1935	113,40	136,40	111,41	109,32	88,40	114,10	122,26	63,80

Fuente: Cortés Conde, R. (2009)

Cuadro 12. Reservas (en la Caja de Conversión, en los bancos y en el país), 1918-1929.

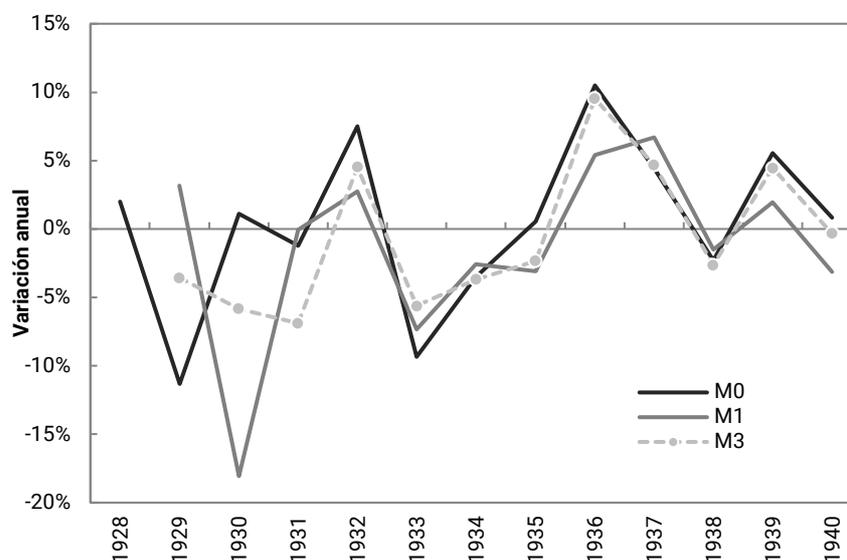
Datos al 31 de diciembre, millones de pesos oro y variación porcentual

Año	En los Bancos						En la Caja de Conversión		Oro en el BNA/ Oro en la Caja de Conversión
	En el país		Exc. Banco Nación		En el Banco Nación		Mill. pesos oro	Var. %	
	Mill. pesos oro	Var. %	Mill. pesos oro	Var. %	Mill. pesos oro	Var. %			
1918	430,68	16,32	15,54	-5,59	36,11	-2,22	379,03	19,62	9,53
1919	450,15	4,52	22,16	42,60	38,96	7,89	389,03	2,64	10,01
1920	513,74	14,13	18,41	-16,92	24,73	-36,52	470,60	20,97	5,25
1921	504,98	-1,71	11,21	-39,11	23,17	-6,31	470,60	0,00	4,92
1922	503,85	-0,22	9,96	-11,15	23,29	0,52	470,60	0,00	4,95
1923	492,86	-2,18	9,35	-6,12	12,91	-44,57	470,60	0,00	2,74
1924	469,06	-4,83	8,96	-4,17	8,31	-35,63	451,78	-4,00	1,84
1925	475,26	1,32	8,23	-8,15	15,25	83,51	451,78	0,00	3,38
1926	475,30	0,01	8,31	0,97	15,21	-0,26	451,78	0,00	3,37
1927	559,40	17,69	10,95	31,77	70,86	365,88	477,58	5,71	14,84
1928	640,87	14,56	11,42	4,29	139,79	97,28	489,66	2,53	28,55
1929	460,87	-28,09	11,10	-2,80	30,12	-78,45	419,64	-14,30	7,18

Fuente: Baiocco, P. (1937).

Note: La columna "en los bancos" excluye al Banco Nación.

Gráfico 34. Agregados monetarios



Fuente: Baiocco, P. (1937).

Cuadro 13. Depósitos, préstamos (en millones de pesos) y cotización de acciones

Índice, base 1932 = 100

Año	Depósitos	Préstamos	Cotización de acciones
1925	3.334,62	3.162,00	100,66
1926	3.370,60	3.265,20	110,75
1927	3.552,80	3.140,60	116,40
1928	3.953,20	3.423,10	114,02
1929	3.903,20	3.747,20	122,00
1930	3.956,20	3.941,00	113,75
1931	3.517,30	3.707,40	105,00
1932	3.525,30	3.466,90	81,50
1933	3.466,60	3.432,90	69,50
1934	3.426,60	3.424,50	75,00
1935	3.356,70	2.145,80	87,25

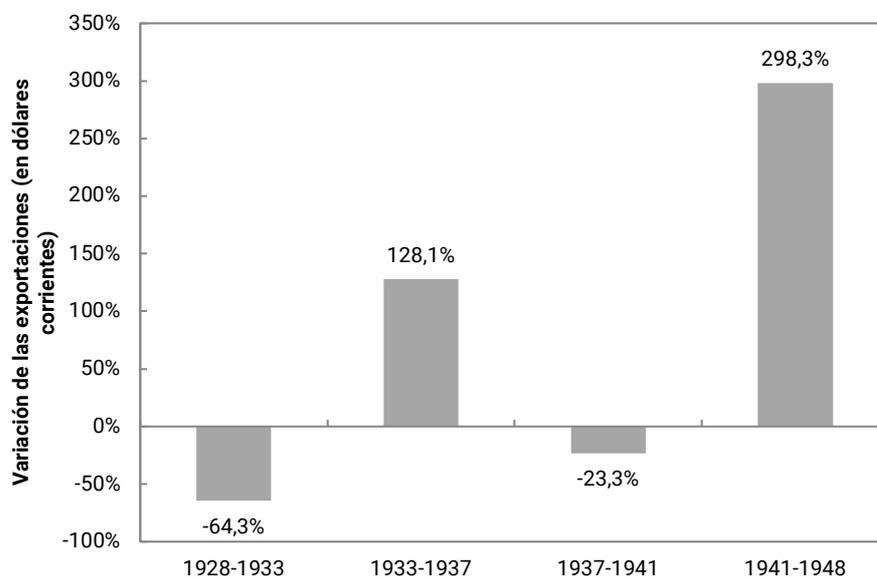
Fuente: Baiocco, P. (1937).

Cuadro 14. PBI, valor de exportaciones e ingresos fiscales

Año	PBI	PBI per cápita	Valor de exportaciones	Exportaciones/PBI	Ingresos fiscales
1925	305,06	681	792,2	29,3	1.010
1926	324,85	680	728,9	25,6	947
1927	350,68	725	972,0	30,4	1.238
1928	352,69	704	1.015,5	29,9	1.010
1929	356,19	698	906,9	25,9	996
1930	327,16	622	509,4	17,4	908
1931	335,75	599	420,8	19,5	1.077
1932	323,86	560	331,1	17,8	1.286
1933	331,48	559	347,0	14,8	1.302
1934	359,18	604	467,0	17,6	1.338
1935	403,97	655	498,2	21,0	3.618

Nota: PBI y PBI per cápita: millones de pesos de 1914 y 1900 = 100; Exportaciones: millones de dólares corrientes; Ingresos fiscales: millones de pesos corrientes.
Fuente: Cortés Conde, R. (2009) y Baiocco, P. (1937).

Gráfico 35. Exportaciones en dólares corrientes (variación por períodos)



Fuente: Cortés Conde, R. (2009).

Referencias

- Alhadeff, P. (1985); "Dependencia, historiografía y objeciones al Pacto Roca"; *Desarrollo Económico*, Vol. 25, N°99.
- Arnaudo, A. (1987); *Cincuenta años de política financiera argentina (1935-1983)*; Editorial El Ateneo, Buenos Aires.
- Baiocco, P. J. (1937); *La economía bancaria argentina*; Buenos Aires, Universidad de Buenos Aires.
- Bernanke, Ben S. (1983); "Non-monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression"; NBER Working Papers 1054, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Bernanke, B. S. y James, H. (1990); "The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison"; en Bernanke, B. S. (2000); *Essays on the Great Depression*, Princeton University Press.
- Bevarraggi Allende, W. M. (1954); *El servicio del capital extranjero y el control de cambios: la experiencia argentina de 1900 a 1943*, México, FCE.
- Cortés Conde, R. (1989); *Dinero, deuda y crisis: evolución fiscal y monetaria en la Argentina, 1862-1890*, Buenos Aires, Editorial Sudamericana, Instituto Torcuato Di Tella.
- Cortés Conde, R. (2004); "Las crisis argentinas", en *Anales de la Academia Nacional de Ciencias Económicas*, Vol. XLIX; Buenos Aires.
- Cortés Conde, R. (2005); *La economía política de la Argentina en el siglo XX*, Buenos Aires, Edhasa.
- Cortés Conde, R. (2009); *The Political Economy of Argentina in the Twentieth Century*, New York, Cambridge University Press.
- Cortés Conde, R. y Harriague, M. (1994); "Estimaciones del Producto Bruto Interno de Argentina, 1875-1935"; Documento de trabajo, Universidad de San Andrés.
- della Paolera, G. y Taylor, A. M. (1999); "Economic Recovery from the Argentine Great Depression: Institutions, Expectations, and the Change of Macroeconomic Regime"; *The Journal of Economic History*, Vol. 59, N°3.
- della Paolera, G. y Taylor, A. M. (2003); *Tensando el ancla: la caja de conversión argentina y la búsqueda de estabilidad macroeconómica, 1880-1935*, Buenos Aires, FCE.
- Díaz Alejandro, C. F. (1981); *Tipo de Cambio y Términos de Intercambio en la República Argentina 1913-1976*, Buenos Aires, CEMA.

Diaz Alejandro, C. F. (1983); "Stories of the 1930s for the 1980s", en Aspe Armella, Pedro, Dornbusch, Rudiger, y Obstfeld, Maurice (Eds); *Financial Policies and the World Capital Market: The Problem of Latin American Countries*; University of Chicago Press.

Eichengreen, B. J. (1992); *Golden fetters: Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*; Oxford University Press.

Eichengreen, B. J. y Sachs, J. (1968); "Competitive Devaluation and the Great Depression: A Theoretical Reassessment"; *Economics Letters*, Vol. 22; Elsevier.

Eichengreen, B. J. y Sachs, J. (1985); "Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s"; *The Journal of Economic History*, Vol. 45, N°4.

Ferreres, O. J. (2011); *Dos siglos de economía argentina*, ed. Bicentenario; Fundación Norte y Sur.

Fisher, Irving (1933); "The Debt-deflation Theory of Great Depressions"; *Econometrica*, Vol. 1, N°4.

Fodor, J. G. y O'Connell, A. A. (1985); "Dependencia, historiografía y objeciones al pacto roca. Un comentario"; *Desarrollo Económico*, Vol. 25, N°99.

Friedman, M. y Schwartz, A. J. (1971); *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, New Jersey, Princeton University Press.

Gerchunoff, P. y Llach, L. (1998); *El ciclo de la ilusión y del desencanto. Un siglo de políticas económicas argentinas*, Buenos Aires, Ariel.

Homer, S. y Sylla, R. (2011); *A History of Interest Rates*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey

Kindleberger, C. (1973); *The World in Depression, 1929-1939*; Berkley y Los Angeles, University of California Press; en Schuker, S. A. (1974); *The Journal of Economic History*, Vol. 34, N°4.

Mitchell, B. R. (1975); *European Historical Statistics, 1750-1970*, Macmillan, London.

Phelps, V. L. (1938); *The international economic position of Argentina*, Filadelfia, University of Pennsylvania Press, H. Milford, Oxford University Press.

Prebisch, R. (1985); *La experiencia del Banco Central Argentino en sus primeros ocho años en Banco Central de la República Argentina, 1935-1985. Cincuentenario del Banco Central de la República Argentina*, Buenos Aires.

Romer, C. D. (1990); "The Great Crash and the Onset of the Great Depression"; *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, Vol. 105, N°3.

Romer, C. D. (2003); *Great Depression*, Encyclopædia Britannica.

Temin, P. (2000); "The Great Depression"; en Engerman, Stanley L. y Gallman, Robert E. (eds.); *The Cambridge Economic History of the United States*; New York, Cambridge University Press.

The Economist (1934); "Argentina and the Investor", April 28.