



# Universidad de San Andrés

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

El Orden Monetario  
Caja de Conversión-Banco de la Nación

---

Elías Salama (UNLP)

UNIVERSIDAD DE SAN ANDRÉS  
BIBLIOTECA

CICLO DE SEMINARIOS 1997  
Día: **Martes 11 de Noviembre**  
9:00 hs.

# EL ORDEN MONETARIO CAJA DE CONVERSION – BANCO DE LA NACION

Profesor Elias Salama, UNLP. Noviembre 11, 1997

## Borrador para comentarios. No citar.

### 1. Introducción

El orden monetario existente en Argentina a partir de 1935 puede describirse, en términos generales y pasando por alto algunas alternativas introducidas en distintas oportunidades por la legislación, como un orden de dos niveles, con un nivel consistiendo de un banco central y otro nivel consistiendo de la banca comercial y otros intermediarios financieros no bancarios. Las funciones principales del banco central han sido (a) proveer la base monetaria e influir sobre su demanda por parte de los bancos a través de regulaciones de efectivo mínimo, cuando éste no estaba fijado por ley; (b) ejercer la superintendencia de los bancos comerciales y otros intermediarios financieros, (c) actuar como prestamista de última instancia (d) ejercer actos de política monetaria y (e) actuar como agente financiero del Estado y prestamista del mismo. Las funciones de la banca comercial han sido la de proveer (a) el sistema de pagos, (b) recibir depósitos y otras inversiones de fondos, y (c) otorgar crédito. Los otros intermediarios financieros no bancarios no participan del sistema de pagos.

Desde 1899 y hasta 1935 la Argentina tuvo un orden monetario distinto, basado sobre la ley inglesa de 1844 (Bank Charter Act), consistente en una oficina de conversión entre metálico y billetes, llamada Caja de Conversión (CdeC), y un banco comercial de una gran dimensión relativa a otros bancos, el Banco de la Nación Argentina (BNA). El funcionamiento de estas dos instituciones seguiría el "currency principle". La CdeC se asimilaba al Departamento de Emisión del Banco de Inglaterra, que solamente podía emitir contra metálico, mientras que el BNA se asimilaba al Departamento Bancario y atendería el negocio bancario. En la práctica, en un desarrollo no contemplado inicialmente, el Departamento Bancario asumió funciones de banco central conservando funciones de banca comercial. En cambio, el Departamento de Emisión se restringió a las funciones previstas originalmente con alguna excepción de una emisión sin respaldo metálico transitoria en la crisis financiera de 1857.

El propósito principal de este trabajo es examinar la evolución de ambas instituciones, la CdeC y el BNA, y determinar si se apartaron de las funciones previstas originalmente en la legislación de la última década del siglo XIX impulsada por el Presidente Pellegrini; en el caso del BNA tratamos de determinar cuáles fueron las actividades propias de un banco central que llevó a cabo.

La sección 2 del trabajo describe las fuentes estadísticas. A continuación, en la sección 3, se resume el marco institucional en que se desarrolló el ordenamiento monetario Caja de Conversión - Banco de la Nación Argentina. Distintos aspectos y/o períodos del mismo han sido objeto de diversos trabajos con enfoques alternativos (algunos de ellos son los siguientes correspondiendo mencionar que no sólo han considerado aspectos institucionales sino también

analíticos: della Paolera (1994), Moyano Llerena (1935), Prebisch (1921-1922 y 1944), Arnaudo (1987)). El marco institucional es un tema muy conocido por lo que es difícil evitar repeticiones con la literatura existente. El lector puede ir directamente de la sección 2 a la sección 4. Esta última está dedicada a examinar la evolución de las principales series monetarias desde principios de siglo. La sección 5 analiza la política monetaria desarrollada desde los primeros años del siglo. Finalmente, se insertan algunos comentarios en la sección 6.

## 2. Fuentes estadísticas

Las fuentes estadísticas utilizadas en este trabajo son las siguientes:

- a) Memorias de la Caja de Conversión. Estas Memorias contienen datos muy detallados sobre la emisión monetaria a cargo de la Caja y las tenencias de metálico; contienen también comentarios sobre otros aspectos, algunos de los cuales se mencionan más adelante. La Caja dejó de funcionar en Mayo de 1935 con la sanción de las leyes de bancos; la última memoria publicada fue la de 1933 no habiendo sido publicada la de 1934.
- b) Memoria del Banco de la Nación Argentina. Las primeras Memorias del BNA contienen solamente el Balance y el Cuadro de Resultados y alguna información adicional sobre sus operaciones. Con el tiempo, se transformaron en documentos más amplios con información estadística adicional y comentarios, algunos de los cuales son mencionados más adelante en este trabajo. La Memoria de 1930 no fue publicada.
- c) La Economía Bancaria Argentina a Través de sus Índices más Representativos en el período 1901-1935. Publicación del Instituto de Economía Bancaria de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires dirigido por el Dr. Pedro J. Baiocco y realizada en 1937. Una versión anterior con un contenido parcialmente diferente se publicó por el mismo Instituto en 1929 bajo el nombre "Análisis Estadístico y Económico de algunas Series Bancarias y Afines". Varias series de la publicación nombrada en primer término provienen de dos fuentes diferentes. Los datos de préstamos, depósitos, existencias (igual a caja en oro más caja en pesos de papel) y capitales para el "conjunto" de bancos y del BNA provienen de la Oficina de Investigaciones Económicas del BNA creada en 1928 y dirigida por el Raúl Prebisch. Los datos para "Otros Bancos Nacionales" y para "Bancos Extranjeros" provienen del Ministerio de Hacienda de la Nación. La suma de estos dos grupos de bancos y el BNA no coincide con los datos del "conjunto", por razones metodológicas y presumiblemente por comprender universos parcialmente diferentes. Los datos de préstamos del "conjunto" de bancos tuvieron un cambio de metodología en 1926; desde esta fecha fue deducido el importe de los redescuentos a los bancos efectuados por el Banco de la Nación y también el importe usado por los bancos de las cauciones de documentos oficiales en el Banco de la Nación. Por lo tanto, antes de 1926, habría doble contabilidad con estas fuentes de fondos: figuran como préstamos en el BNA y nuevamente en el resto de los bancos que configuran el "conjunto". También se eliminó la duplicación originada en los fondos depositados por algunos bancos en otros que figuraban en las existencias de ambos. Prebisch explicaba en 1944: "...se ha tratado

de readaptar la estadística que venía compilándose anteriormente y que no era tan exacta ni tan completa como la actual y en la cual se podrán comparar con homogeneidad las cifras. En esta forma disponemos de una estadística bancaria bastante aceptable, desde el año 1926." (en La Inspección de Bancos en el Banco Central, publicado en La Creación del Banco Central y la experiencia monetaria argentina entre los años 1935-1943, volumen II, pág. 610). Una explicación más detallada de los cambios de metodología que se incorporaron en las estadísticas monetarias en 1926 se encuentra en el primer número de la Revista Económica del Banco de la Nación Argentina de Agosto de 1928.

Una limitación de la publicación del Instituto de Economía Bancaria es que solamente comprende algunos rubros de los balances de los bancos, pero no contiene la totalidad del balance. Así, no incorpora información sobre activos y pasivos externos e inversiones en instrumentos de deuda del gobierno. Esta omisión puede ser salvada fácilmente en el caso del BNA ya que se cuenta con los balances, pero no para el resto de los bancos.

d) El Banco de la Nación Argentina en su Cincuentenario, en adelante El Banco.... Publicado por el BNA en 1941, contiene las leyes sobre el BNA, parte del correspondiente debate parlamentario, estadísticas diversas del BNA, información sobre la operatoria del BNA, además de trece capítulos sobre la historia monetaria argentina previa a la creación del BNA en 1891.

### 3. Marco institucional

#### Ley Monetaria y Caja de Conversión

La anarquía monetaria. La Ley Monetaria No.1130 de Noviembre 1881 tuvo por propósito eliminar la anarquía monetaria existente en materia de emisiones de billetes y monedas en circulación; establecía un bimetalismo con la unidad monetaria que era el peso de oro y el peso de plata; además, se preveían monedas de cobre con un poder cancelatorio limitado.<sup>1</sup>

La ley de 1881 preveía límites a la emisión de monedas de plata (bimetalismo limitado) y también a las monedas de cobre; en cambio, la emisión de monedas de oro no tenía límites previstos. Las monedas de oro fueron acuñadas por la Casa de la Moneda hasta 1896 y las de plata hasta 1884. Las monedas de oro fueron acuñadas por un monto total de \$oro 31.7 millones.

En 1885, las pérdidas de oro llevaron al gobierno a establecer la inconvertibilidad, cuyo origen en su momento fue adjudicado tanto a las excesivas emisiones de papel inconvertible como al adverso resultado del balance de pagos.

Uniformidad de los billetes. La uniformidad de los billetes fue dispuesta por la Ley 3062 de enero de 1894 que estableció la renovación total de la moneda fiduciaria por billetes de un solo tipo en los que se incluía la leyenda "La Nación pagará al portador y a la vista .... pesos moneda nacional."<sup>2</sup>

El Congreso dictó la Ley 3505 en septiembre de 1897 en la que se fijó un nuevo plazo para la renovación de los billetes (Moyano Llerena, pág. 36/37).

El monopolio de la emisión. La CdeC, creada por Ley 2741 de 1890, tenía el monopolio de la emisión de toda moneda de curso legal (art.8). Sin embargo, debió expresar repetidamente su

preocupación por la emisión por parte de algunas provincias de bonos o instrumentos similares que circulaban como sustitutos del dinero. Así, en 1909 la CdeC originó un decreto del P.E. disponiendo el retiro de la circulación de letras o bonos de 5 provincias (Memoria de 1909, pág.27). La Memoria de 1918, pág. 31, dice: "En setiembre de 1915 el Directorio sintió la necesidad ineludible de resumir su acción con respecto a los bonos y letras de tesorería en los siguientes términos:

"Establecida con el cargo, entre otros, de velar por el exacto cumplimiento de todas las leyes que se refieren a emisión, conversión o amortización de moneda de curso legal desde su creación en octubre de 1890, la Caja de Conversión ha hecho sentir y reiterado su protesta contra las emisiones que han lanzado o intentado poner en circulación algunos gobiernos de provincia para substituir la moneda nacional, especialmente cuando esas emisiones han tenido todos los caracteres exteriores de la moneda, bien que siempre bajo la denominación de obligaciones de otra índole.

"Así consta desde su primera memoria de 1891 ...".

#### La Ley de Conversión 3871 de 1899.

En sus primeros años la CdeC no acumuló metálico; ello comenzó a ocurrir en 1903. La Ley de Conversión 3871 de 1899, cuyo proyecto propuesto al Congreso por el Presidente Roca, fue apoyada por el entonces senador Pellegrini.<sup>3</sup> Su artículo 1 establecía que "La Nación convertirá toda la emisión fiduciaria actual de billetes de curso legal en moneda nacional de oro, al cambio de un peso moneda nacional de curso legal por cuarenta y cuatro centavos de pesos moneda nacional oro sellado." Esta modificación del valor del peso moneda nacional señala una diferencia con la ley inglesa de 1844 (Bank Charter Act) que no implicó ningún cambio en la paridad oro de la libra, cuando se reorganizó el Banco de Inglaterra.

La circulación monetaria (billetes) había disminuido entre 1894 y 1896 y no había variado en los años 1897, 1898 y 1899 siendo su monto de 295.165.957 pesos moneda nacional de curso legal y se originaba principalmente en emisiones correspondientes a diversos bancos, incluyendo el capital original del BNA. El monto mencionado muestra una pequeña disminución hasta 1935, cuando se cerró definitivamente la CdeC (Cuadro No.1).

Causas de la Ley 3871. Las razones que impulsaron el dictado de la Ley 3871 fueron expuestas por Moyano Llerena (1935, pág. 47/54) y se pueden resumir del siguiente modo.

1) Una consideración generalizada, aunque no unánime, de que el papel moneda inconvertible era pernicioso.<sup>4</sup> 2) Otro aspecto se refiere a la valorización del papel moneda y disminución del premio del oro ocurrida entre 1894 y 1899 probablemente debida a los resultados favorables del balance de pagos y no emisión de billetes y que tuvo varios efectos: a) perjudicó a la exportación debido a que internacionalmente los productos exportados eran cotizados en oro de modo que las utilidades del productor exportador disminuían en pesos inconvertibles; b) los contratos firmados en pesos inconvertibles resultaban más onerosos; los deudores y el Tesoro eran perjudicados, mientras que los importadores y los acreedores eran beneficiados. La Ley 3871 le puso un límite a la valorización del papel moneda. 3) El papel moneda experimentaba variaciones en su valor frente al oro.<sup>5</sup>

En la Cámara de Diputados se presentó por la minoría un proyecto que establecía una escala gradual de disminución del premio del oro a razón de cinco centavos oro por semestre hasta llegar a la par, es decir, que el peso moneda nacional fuese igual a 100 centavos de pesos oro. Esta propuesta tiene alguna analogía con el retorno de la libra esterlina a su anterior paridad después de las guerras napoleónicas.<sup>6</sup>

La convertibilidad. El artículo 7 de la Ley 3871 consagraba la convertibilidad de la emisión; establecía que "... la Caja de Conversión emitirá y entregará a quien lo solicite, billetes moneda de curso legal por moneda de oro sellado, en la proporción de un peso moneda de curso legal por cuarenta y cuatro centavos de peso oro sellado, y entregará el oro que reciba por este medio a quien lo solicite, en cambio de moneda de papel, al mismo tipo de cambio."

La ley 3871 prescribía la formación de un Fondo de Conversión que gradualmente permitiría respaldar con oro las emisiones anteriores a la ley 3871. No había oro suficiente como para respaldar inicialmente ni toda la emisión ni una parte de ella, por más pequeña que fuese: a fines de 1900 las tenencias de oro de la Caja eran nulas. Pero ya en 1906 se alcanzó un respaldo del 51%.<sup>7</sup> (Cuadro No. 1).

El Fondo de Conversión. El artículo 4 de la Ley 3871 establecía cómo se formaría el Fondo de Conversión de la emisión preexistente sin respaldo metálico. La mayoría de las fuentes previstas no se mantuvo con el transcurso del tiempo.

Se ha mencionado que Pellegrini se basó en la ley inglesa de 1844 (Bank Charter Act) para fundar la CdeC y el Banco de la Nación en analogía con el Departamento de Emisión y el Departamento Bancario del Banco de Inglaterra establecidos en 1844. Pero en materia de respaldo la situación era diferente. Con la ley de 1844 la libra esterlina tuvo inicialmente un respaldo de aproximadamente el 50% en oro, mientras que en el caso de la aplicación inicial de la Ley 3871 tal respaldo era inexistente. La legislación inglesa, por otra parte, no contempló la formación de un fondo de conversión para llegar a respaldar el 100% de la emisión de billetes.<sup>8</sup>

Los artículos 5 y 6 establecían que los recursos del Fondo de Conversión serían depositados en el Banco de la Nación Argentina y que serían utilizados exclusivamente en la compra de giros sobre el exterior. Para 1910 el Fondo había alcanzado la suma de 30 millones de pesos oro con los aportes del BNA de \$oro 2.25 millones y \$oro 27.75 aportados por el Gobierno de la Nación, o sea m\$n 68.2 millones de curso legal y que representaba un fondo igual al 23.3% de la emisiones fiduciarias que precedieron a la Ley 3871. Este porcentaje fue el mayor respaldo alcanzado por las emisiones anteriores a la Ley 3871. En 1914 el Fondo fue movilizado para atender operaciones de redescuento por \$oro 20 millones. El saldo de \$oro 10 millones fue utilizado en 1924 para el servicio de la deuda externa. A partir de 1925 el Fondo volvió a crecer y llegó hasta \$oro 30 millones. En 1931 el Fondo de Conversión fue nuevamente movilizado para la amortización de deudas del Gobierno Nacional y de la Municipalidad de la Capital Federal y no fue reconstituido nuevamente.

**El Banco de la Nación Argentina**

La Ley 2841 de 1891 autorizó la creación del BNA, que remplazaría al Banco Nacional, que fue declarado en estado de liquidación, teniendo el BNA sus prerrogativas y derechos pero no pudiendo emitir billetes, facultad reservada a la CdeC.

El capital del BNA. Las normas sobre origen del capital suscitaron una fuerte discusión en el Congreso ya que la suscripción inicial del capital se haría con una emisión de dinero inconvertible. Se había establecido que el capital, de m\$ 50 millones sería luego ofrecido a la suscripción pública y permitiría cancelar la emisión sin respaldo inicial.

En defensa del proyecto se adujo que en situaciones de crisis no quedaba otra alternativa, citándose en el Congreso como ejemplo la autorización para emitir sin respaldo dada al Banco de Inglaterra durante el Viernes Negro (El BNA ..., pág. 194).<sup>9</sup> El origen de los fondos con los que se capitalizó el BNA sugiere la existencia de una cierta flexibilidad monetaria de parte del Gobierno, a pesar de la aparente ortodoxia monetaria representada por la creación de la CdeC.

El Presidente del BNA lo designaría el Poder Ejecutivo, mientras que los directores serían designados por los accionistas. Con ello se buscaba asegurar que la política del Banco de la Nación no estaría orientada a proveer de recursos del crédito al Gobierno. El artículo 10 ponía, además, un límite de m\$ 2 millones a los préstamos que podía hacer al Gobierno Nacional y prohibía los préstamos a otros gobiernos.<sup>10</sup>

El capital del BNA fue incrementado por Ley 5129 en m\$ 50 millones que el Gobierno aportó con títulos-valores para su negociación por el BNA. El capital aumentó también con el 50% de las utilidades. Alcanzó en 1935 a m\$ 165 millones y a una reserva legal de m\$ 28 millones, después de los fuertes castigos efectuados en 1935 por la depuración de créditos afectados por la crisis de 1930-1933.

El BNA como banco de bancos. Es importante destacar que el artículo 12 le otorgaba al BNA la posibilidad de ser banco de bancos: establecía que el BNA podía redescantar documentos de la cartera de otros bancos hasta m\$ 500.000 por banco, límite éste que fue suprimido por la reforma de 1904. Algunos miembros del Congreso sostuvieron en las discusiones previas que el BNA no podía tener el carácter de banco de bancos como el de Inglaterra o el de Francia, pero prevaleció la opinión de que los intereses generales estaban también representados por los demás bancos establecidos por lo que el BNA podía redescantarles documentos (El BNA..., pág.202).

Modificación de la Carta Orgánica del BNA. La Ley 4507 de 1904 modificó la ley de creación del BNA en diversos aspectos. El Directorio pasó a ser nombrado por el Poder Ejecutivo con acuerdo del Senado. La Nación respondía directamente por los depósitos y operaciones del Banco. La suscripción de acciones había tenido resultados negativos: no llegó a colocarse la primera serie de acciones por m\$ 10 millones. Se optó por dejar sin efecto la suscripción de acciones; el BNA pasó a ser un banco oficial.

La ley estableció un encaje del 25% sobre el total de los depósitos (un decreto de 1892 le había impuesto al BNA un encaje inusualmente elevado del 75% sobre los depósitos de particulares a guardar en la CdeC y otro decreto de 1895 lo derogó). El límite del crédito al Gobierno Nacional fue establecido en el 20% del capital del Banco mientras que se mantuvo la prohibición del crédito a otros gobiernos. El art. 14 establecía que el Banco podía redescantar documentos a otros bancos y emplear hasta el 20% de sus fondos en títulos de deuda pública nacional adquiridos en el mercado, pero no tomar empréstitos públicos por cuenta propia. Leyes posteriores ampliaron los límites del crédito al Gobierno (El BNA..., cap. XXV).

### **El inicio de la primera guerra mundial**

La iniciación de la primera guerra mundial provocó el dictado de diversas normas monetarias que enumeramos brevemente. Una ley (9480) de 1914 facultó al Poder Ejecutivo a recibir en las legaciones argentinas oro sellado de parte del comercio y la banca. En los hechos, convirtió a las legaciones en sucursales de la Caja. Otra ley (9483) autorizó al Poder Ejecutivo a prohibir total o parcialmente la exportación de oro en metálico mientras subsistiese el estado de guerra en Europa. Un Decreto de agosto de 1914, aprobado por Ley 9477, dispuso un feriado entre el 3 y el 8 de agosto de 1914 a los efectos de la conversión monetaria y obligaciones bancarias y comerciales. Una ley (9479, reformada por la 9577) autorizó a la CdeC a efectuar operaciones de redescuento de documentos comerciales con el BNA, emitiendo los billetes necesarios para tales operaciones, siempre que la garantía oro de la emisión de billetes no bajase del 40%. Prebisch (1921-1922, pág. 172/173 de la edición de 1991) criticó duramente las leyes de redescuento por el emisionismo que perseguían.

La ley 9478, del 13 de agosto de 1914, acordó una prórroga de 30 días para el cumplimiento de todas las sumas de dinero que "hayan vencido o venzan en el corriente mes." Pasado este plazo, "las obligaciones de cumplimiento a oro quedarán prorrogadas mientras se encuentren suspendidos los efectos del art. 7º. de la ley 3871, salvo que el acreedor aceptare el pago en moneda papel al tipo de conversión que establece el art. 1º. de la misma ley. Quintero Ramos (vol.i, pág. 199) comenta "Sólo unos pocos comerciantes se aprovecharon de las disposiciones de la legislación... Los acreedores continuaron aceptando el pago en papel a base de m\$ñ 2,2727 por peso oro aun en casos en que la cotización del momento era superior a la mencionada equivalencia."

La Ley 9481 de Agosto de 1914 suspendió por 30 días la obligación de la CdeC de entregar oro a cambio de moneda de papel, facultando al Poder Ejecutivo a prorrogar la medida por 30 días adicionales. La Ley 9506 facultó al Poder Ejecutivo para dictar una nueva suspensión de carácter prorrogable. El 31 de Octubre de 1914 un Decreto hizo uso de esta facultad y mantuvo la suspensión hasta nueva disposición. Así, desde el 3 de Agosto de 1914 no hizo entregas de oro hasta Agosto de 1927.

La Memoria de la CdeC de 1921 se refirió específicamente a las leyes 9479, 9480, 9481 y 9577: "Estas cuatro leyes de emergencia dictadas de improviso bajo la presión de circunstancias extraordinarias, produjeron inmediatamente el efecto de defender las dos



grandes instituciones del país más amenazadas por los peligros de la guerra general que empezaba: su moneda y su Banco. La primera ley [9481] impidió la extracción del oro de la Caja de Conversión, ya iniciada ... desde el 3 de julio de 1913 y con ésto, detuvo consiguientemente la disminución de la moneda de papel en circulación. La segunda [9480], permitió a la Caja de Conversión seguir acumulando el oro de los saldos comerciales del país... La tercera [9479] y la cuarta [9577], destinadas a fortalecer los recursos y prestigios del Banco de la Nación Argentina... Por otra parte, la facultad de redescantar sus documentos de comercio, llevándolos a la Caja para convertirlos en papel moneda, que habría aumentado considerablemente la circulación y disminuido sensiblemente su garantía metálica ... no se ha usado en ningún momento hasta el presente. Ella sirvió, por simple acto de presencia, diremos más bien, de vigencia, para tonificar al Banco, conservándole y aún aumentándole su crédito y sus depósitos. " (pág. 14/16)

A continuación, la Caja pedía el retorno gradual a las condiciones vigentes antes de la guerra: retorno a la convertibilidad (art. 7º de la Ley 3871), el restablecimiento del Fondo de Conversión en el BNA y la derogación de las leyes de redescuento. Continuaba diciendo la Memoria de 1921 con una gran confianza en el orden monetario anterior a la guerra (pág. 18):

"Restablecida así en todo su vigor la ley de 4 de noviembre de 1899, alcanzará el país una situación monetaria inaccesible a toda perturbación." Y seguía el argumento a favor de la regla básica del patrón oro y en contra de la discreción:

"Bajo el imperio de esta ley, las emisiones de la moneda de papel, no dependerán de arbitrio personal alguno, ni de operaciones bancarias susceptibles de criterios diversos o interesados, sino del hecho material e indiscutible de un depósito de oro equivalente con todos los caracteres de un automatismo excluyente del error y del favor."<sup>11</sup> Los mecanismos de ajuste funcionarían correctamente según la Memoria:

"Este mismo automatismo no traerá, como se ha afirmado una circulación defectuosa por su rigidez, por su falta de elasticidad, especialmente sensible cuando las anormalidades del comercio o de la industria reclaman aumento o disminución del medio circulante, porque si éste es escaso, vendrá oro del exterior atraído por el alto interés del dinero y convertido en papel, se llenará el vacío; y si es excesivo, este exceso se aplicará a nuevas industrias, o se convertirá en oro para salir del país en busca de mejor colocación." Esta visión puede ser contrastada con la del Cunliffe Committee<sup>12</sup> que tres años antes, en 1918, había abogado en Inglaterra por el retorno no a un patrón oro automático sino a un "managed gold standard" con cumplimiento de las llamadas "reglas de juego".<sup>13</sup> La visión de la CdeC también se puede contrastar con la acción del BNA para esterilizar los efectos monetarios del sector externo, aspecto que se examina más adelante en la sección de política monetaria.

#### **Evolución entre 1927 y 1935. Convertibilidad y nuevamente inconvertibilidad. Emisión sin respaldo.**

En Agosto de 1927 se dejó sin efecto el decreto del 31 de octubre de 1914 que había establecido la inconvertibilidad de los billetes emitidos por la CdeC, por lo que quedó

nuevamente en pleno vigor el artículo 7° de la Ley de Conversión No. 3871 pero un decreto de diciembre de 1929 volvió a suspender los efectos del artículo 7° de la Ley de Conversión, restableciendo la inconvertibilidad de la emisión, situación que se mantuvo sin variantes hasta el cierre definitivo de la CdeC en 1935. Según una explicación, la decisión de restablecer la inconvertibilidad estuvo provocada por la caída de exportaciones y la salida de capitales (La Creación del BCRA..., Volumen II, pág.891). Otra explicación dada por un diputado socialista en el Parlamento en 1932, durante el debate del Empréstito Patriótico, dice que en 1929 se cerró la Caja para devaluar el peso y disminuir el salario real de los obreros del Estado. (La Creación del BCRA, Volumen II, pág. 846).<sup>14</sup>

A pesar del cierre de la CdeC, la Ley de Presupuesto 11577 había autorizado al Poder Ejecutivo a extraer oro de la CdeC a cambio de papel moneda a la relación de 2.2727 pesos moneda nacional por cada peso oro sellado. El Gobierno compraba así el oro por debajo de su precio de mercado. Un decreto de Octubre de 1930 autorizó al BNA para obtener en la CdeC el oro necesario para atender el servicio de la deuda pública externa. Previamente, en el año 1924, se había extraído oro de la CdeC con igual propósito.

Nos referiremos ahora a normas relacionadas con la emisión sin respaldo metálico que se dictaron a partir de 1931. Un decreto de abril de ese año autorizó al BNA a redescantar documentos hasta m\$ 200 millones en la CdeC, de acuerdo con las leyes de redescuento de 1914. Decretos posteriores de setiembre, noviembre y diciembre del mismo año elevaron esta autorización hasta m\$ 360 millones. Un decreto de agosto de 1931 facultó al Ministerio de Hacienda a acordar las autorizaciones de redescuento que periódicamente presentase el BNA.

La Ley 11580 del Empréstito Patriótico de 1932 se aprobó después de una extensa discusión parlamentaria, que abarcó varios temas. La causa inmediata del proyecto era dotar al gobierno de fondos para hacer frente a la crecida deuda flotante de la Nación. La discusión parlamentaria versó sobre distintos aspectos; mencionamos unos pocos: (a) la conveniencia de crear el Banco Central rechazada por el Ministro de Hacienda Alberto Hueyo (un proyecto de Carta Orgánica de un banco central fue presentado por un diputado), (b) las dificultades del BNA para cobrar su cartera, (c) las ventajas de mantener la cotización del oro y el error de la Ley de Conversión de 1899 que devaluó el peso frente al oro, (d) la defensa del Ministro de Hacienda, Alberto Hueyo, del "plan rígido y automático del Banco de Inglaterra que es el que ha inspirado el nuestro de la CdeC" (La Creación del BCRA, vol II, pág. 750), y cuya aplicación a la Argentina fue desaconsejada un año después por el Informe Niemeyer, siendo todavía Ministro de Hacienda Alberto Hueyo.

La Ley autorizaba en su artículo 1° al Poder Ejecutivo a emitir un Empréstito Patriótico por un monto de hasta m\$ 500 millones con una amortización acumulativa mínima del 1% anual y una tasa de interés del 6%. El producido del Empréstito Patriótico debía destinarse a la cancelación o amortización de los sueldos y cuentas atrasadas de la administración, del descubierto contraído con el BNA y para cubrir parcialmente el déficit de los Ferrocarriles del Estado. El artículo 6 causó una notable discusión parlamentaria: establecía que la CdeC

adelantaría billetes de curso legal por los montos del empréstito no colocados a cambio de los correspondientes títulos aforados al 85% de su valor nominal. El artículo 7 establecía que la garantía metálica de la emisión no podía descender del 36% establecido por las leyes 9479 y 9577.

#### **4. Descripción de algunas series históricas**

##### **Evolución de la CdeC. Emisión, movimiento de oro y respaldo**

El Cuadro No. 1 muestra que al comienzo de la aplicación de la Ley 3871, la emisión no tenía respaldo metálico pero que en pocos años se acumuló una cantidad significativa de oro.

Durante la mayoría de los años el balance de la CdeC no muestra operaciones extraordinarias; la recepción de oro en las legaciones entre 1914 y 1922 no tiene efectos monetarios diferenciados. Modificaciones importantes ocurrieron en 1931: comenzó la emisión de dinero sin respaldo oro por primera vez en lo que iba del siglo. Se realizaron operaciones de redescuento de la CdeC al BNA que continuaron durante el resto del período analizado aquí y a partir de 1932 tuvo lugar la creación de dinero sin respaldo originada en el Empréstito Patriótico de 1932. En la fuerte caída de la posición en Oro de la Caja, ocurrida en 1931, influyó la utilización de metálico para pagar la deuda externa del sector público. En el Cuadro No.1 se puede observar tanto las fuertes oscilaciones de la tasa de variación de la emisión en algunos años como la estabilidad absoluta del monto emitido en otros años.

En cuanto a la emisión, el Gráfico 1 muestra un cambio de tendencia a partir de 1920: cesó de crecer manteniéndose relativamente estable con alguna tendencia a la baja. El aumento de los activos internos tendió a compensar la caída del oro como fuente de emisión de billetes.

El Gráfico 2 muestra el valor del peso en moneda de oro y los activos que oscila en períodos de inconvertibilidad.<sup>15</sup>

El Gráfico 3 muestra la serie del coeficiente de respaldo metálico y el valor del peso en términos de la moneda de oro. Se observa que el coeficiente de respaldo fue creciendo hasta 1920 y después osciló por varios años. En los últimos años del gráfico hay algún paralelismo entre el respaldo metálico y el valor del peso.

El Cuadro No. 2 muestra, en pesos oro, el movimiento de oro sellado en la CdeC desde 1899 hasta 1934. Se destaca que las salidas de oro cesaron en 1914 hasta 1924 en que se registró una salida de oro para el pago de la deuda externa del Gobierno. Las salidas se reanudaron con la apertura de la CdeC en 1927. En 1931 se registró una salida importante para el pago de la deuda externa del Gobierno. En lo que hace a los ingresos continuaron con la CdeC cerrada hasta 1921. En algunos años no hubo ni ingresos ni egresos, por lo que la circulación no tuvo variación alguna.

##### **Evolución del BNA**

El Gráfico 4 muestra la evolución de las existencias, los depósitos y los préstamos con datos promedios anuales desde 1908 hasta 1934. El encaje experimentó un claro crecimiento en

1928, que es explicado por la Memoria de 1928 como debido a una caída de los redescuentos solicitados por los bancos al BNA, al reembolso de una deuda del Ministerio de Hacienda y al crecimiento de los depósitos debido al resultado positivo del balance de pagos.

El Gráfico 5 muestra una tendencia de largo plazo de disminución en el coeficiente de reserva (existencias/depósitos). Se destaca la caída de 1918 sobre la que se comenta más abajo y el aumento de 1928 mencionado en el párrafo anterior.

El Gráfico 6 muestra la evolución de los montos compensados en las cámaras compensadoras que creció a partir de 1913 con la designación del BNA como administrador.

El Cuadro 3 muestra la evolución de los redescuentos otorgados por el BNA, que comenzaron en 1904 con un monto mínimo para llegar después a cifras considerables. El Cuadro 4 muestra las inversiones del BNA en papeles del gobierno, las que no llegaron a alcanzar montos de importancia.

### **Evolución del conjunto de bancos**

El Gráfico 7 muestra que el coeficiente de reserva sobre los depósitos del conjunto de bancos tendió, con algunas oscilaciones, a caer después de un período inicial. Las existencias bancarias (caja en pesos moneda nacional más caja en moneda de oro) oscilaron creciendo hasta 1920 aproximadamente y después descendieron con un movimiento ascendente en 1928.

El Gráfico 8 muestra el crecimiento tanto de préstamos como de depósitos en relación a las existencias bancarias. Se observa el crecimiento tanto de préstamos como de depósitos frente a una variación relativamente menor de las existencias.

El Gráfico 9 muestra la evolución del coeficiente billetes/depósitos y del coeficiente existencias/depósitos. En el largo plazo ambos cayeron significativamente, lo que significó el aumento del multiplicador. El Gráfico 10 muestra la evolución de billetes y de depósitos. A continuación insertamos un cuadro con la explicación estadística de la expansión de billetes y depósitos en términos del multiplicador y de la emisión más el oro en los bancos; también insertamos la explicación estadística de la variación del multiplicador en términos de sus coeficientes billetes/depósitos y existencias/depósitos; seguimos el procedimiento descrito en Diz (1975). Debe subrayarse el carácter de "explicación estadística" o, si se quiere, "explicación contable" del cuadro<sup>16</sup>; no intenta proporcionar una explicación económica de la expansión de billetes fuera de los bancos y todo tipo de depósitos bancarios.

### Explicación estadística de la expansión de billetes y depósitos (tasas en tanto por uno)

Tasas medias de variación	1909-1934	1909-1915	1916-1920	1921-1925	1926-1930	1931-1934
Billetes y depósitos	0.0543	0.0671	0.1630	0.0159	0.0328	-0.0292
Emisión y oro en bcos. (base)	0.0271	0.0671	0.0769	-0.0125	0.0010	-0.0233
Multiplicador	0.0289	2.04E-05	0.0804	0.0289	0.0436	-0.0032
Interacción	-0.0017	-8.84E-05	0.0057	-0.0005	-0.0119	-0.0027
Explicación de cambios en el multiplicador:						
Coefficiente billetes/depós.	0.0056	0.0084	0.0303	-0.0098	-0.0021	-0.0015
Coefficiente existencias/dep	0.0239	-0.0075	0.0525	0.0382	0.0457	-0.0019
Interacción	-0.0006	-0.0009	-0.0024	0.0005	1.41E-05	0.0002
Valores medios de:						
Coefficiente billetes/depós.	0.2337	0.3169	0.2204	0.1716	0.2185	0.2014
Coefficiente existencias/dep	0.2780	0.3828	0.3439	0.2603	0.1831	0.1529

#### Cámara compensadora.

Una modificación del Código de Comercio aprobada en 1889 permitió a los bancos compensar sus cheques en la forma que convinieren, pudiendo organizar cámaras compensadoras que debían previamente ser aprobadas por el Poder Ejecutivo. La primera cámara data de 1893 siendo su liquidador el Banco de Londres y Río de La Plata; no formaron parte de ella el BNA y otros tres bancos privados. A fines de 1912 empezó a funcionar una nueva cámara que tenía como liquidador al BNA y estaba integrada por otros 16 bancos. En la década de los años veinte comenzaron su actividad varias cámaras compensadoras en el interior. El convenio de 1912 establecía que los bancos asociados depositarían en el BNA fondos en custodia suficientes para responder diariamente por los balances negativos. Esta disposición si bien necesaria no es suficiente, desde un punto de vista de superintendencia bancaria, para evitar que un banco se expanda excesivamente, ya que podría atraer fondos adicionales pagando altas tasas de interés por los depósitos y hacer frente por algún tiempo a los resultados potencialmente negativos de una excesiva expansión de sus préstamos.

Probablemente el BNA fue elegido liquidador de la Cámara compensadora por el tamaño que ya tenía a fines de 1912: su participación en el total de depósitos del conjunto de bancos alcanzaba al 32%. Los montos compensados tuvieron un rápido crecimiento a partir de fines de 1912 cuando el BNA comenzó a actuar como liquidador de la Cámara (véase Gráfico 6, fuente: El BNA..., pág.244).

El Cuadro No.6 muestra los depósitos del BNA y del conjunto de bancos y los depósitos en el BNA para atender los resultados de las operaciones de Cámara. También, se han insertado la proporción de estos últimos respecto de los dos primeros.

#### **Las relaciones del BNA con el Gobierno Nacional**

La reforma de 1904 había establecido que el crédito del Gobierno se elevaba de m\$*n* 2 millones al 25 % del capital del Banco y que el BNA podía invertir hasta el 20% de sus fondos en títulos de la deuda pública nacional adquiridos en el mercado. A partir de 1916 el BNA mantuvo en su cartera papeles del Gobierno por los montos que muestra el Cuadro No.3 (El BNA ... , pág.342).

Los límites legales de los préstamos al Gobierno comenzaron a ser incrementados en 1917. La Ley 10251 autorizó al BNA a prestar al Gobierno 73,5 millones de pesos moneda nacional, deuda que fue pagada nueve años después en 1925. Otra ley de 1918 (la 10350) autorizó al BNA a abrir un crédito al Gobierno Nacional con destino a la adquisición por parte de Francia e Inglaterra del sobrante no colocado de la cosecha de trigo; la operación alcanzó el monto no usual de 443 millones de pesos que se fue cancelando en los años posteriores.

En 1915, el BNA comenzó a realizar operaciones de redescuento de Letras de Tesorería emitidas generalmente al plazo de 180 días. Los otros bancos adelantaban fondos al Gobierno con la garantía de dichas letras, las que podían ser redescontadas en el BNA. El Cuadro No. 4 muestra las cifras acordadas en estos redescuentos de letras (El BNA ..., pág. 345).

Debe destacarse que el uso del límite de crédito del BNA a la Tesorería no siempre se ajustó a la ley. En 1916 y hasta 1919 se produjeron excesos de importancia en el uso del crédito. La Memoria de 1917, con una redacción que muestra una clara discrecionalidad, dice al respecto: "El Directorio, en casos impuestos por premiosas e ineludibles urgencias del crédito exterior de la Nación, cuya integridad y solvencia era imperioso deber conservar incólumes, ha acordado al Poder Ejecutivo excesos sobre el límite del crédito que la Carta Orgánica fija al Gobierno de la Nación." (El BNA ..., pág. 345). Por su parte, la Memoria de 1918 dice: "El Directorio ha pensado que la situación extraordinaria que pesa sobre el mundo y el deber primordial de mantener intacto el crédito de la Nación en el exterior, justifican esa extralimitación, teniendo también presente que ella obedece a causas que felizmente son transitorias y que con su desaparición el P. E. podrá colocarse dentro de los términos establecidos por nuestra Carta Orgánica." (El BNA ..., pág. 346). La Memoria de 1920 (pág.18), por su parte, dice: "Como en años anteriores, el Banco ha debido permitir, durante los primeros meses del año, que el Gobierno se excediese en el límite del crédito que la Ley Orgánica le asigna" (pág.18).

Cuando se pusieron en ejecución el 31 de mayo de 1935 las nuevas leyes de bancos, el Gobierno adeudaba al BNA la cantidad de m\$*n* 618.310.416, equivalente a una elevada proporción de los depósitos del BNA, y que se descomponía del modo indicado en el siguiente cuadro.

**Deuda del Gobierno Nacional con el Banco de la Nación Argentina**

	31/12/1933	31/12/1934	31/5/1935 (*)
Deuda directa	269.604.454	282.426.281	273.598.530
Redescuento de letras	250.598.224	278.684.333	278.149.165
Movilización del Fondo de Conversión	66.562.721	66.562.721	66.562.721
Total	586.765.399	637.673.335	618.310.416
Porcentaje de los depósitos del BNA	37.2%	40.7%	37.9% <sup>1</sup>

(\*) Estos datos son previos a las operaciones efectuadas con motivo de la vigencia de las nuevas leyes de bancos. <sup>1</sup> Calculado sobre los depósitos al 30/4/35.

Los datos del cuadro precedente para los años 1933 y 1934 han sido estimados con los respectivos balances. Los datos al 31/5/35 han sido tomados de El BNA en su Cincuentenario. Las cifras no comprenden las inversiones del BNA en títulos del Gobierno detalladas en el Cuadro No.3. Los balances anteriores a 1933 no tienen la suficiente discriminación de datos como para hacer este cálculo para otros años.

Sin embargo, en la publicación El Cincuentenario..., pág.262, se da una estadística agregada de los préstamos oficiales del BNA correspondientes a la totalidad de la deuda<sup>17</sup>, excluyendo los redescuentos de letras, que incorporamos en el siguiente cuadro<sup>18</sup>:

**Deuda del Gobierno Nacional con el BNA, en millones de m\$n**

Dic.	Préstamos Oficiales	Redescuento Letras	Total
1915	-	49.6	49.6
1916	-	59.2	59.2
1917	72.0	112.5	184.5
1918	410.8	80.0	490.8
1919	361.5	160.9	522.4
1920	338.4	169.8	508.2
1921	147.8	144.1	291.9
1922	150.9	211.3	362.2
1923	152.7	244.0	396.7
1924	154.6	281.5	436.1
1925	84.6	269.6	354.2
1926	86.7	265.9	352.6
1927	76.1	245.6	321.7
1928	70.1	268.8	338.9
1929	71.4	302.7	374.1
1930	67.4	278.9	346.3
1931	94.4	303.2	397.6
1932	94.9	244.0	338.9

Fuente: El BNA en su Cincuentenario, pág. 262 y 345.

La estadística monetaria, que proporciona datos adicionales a partir de 1926, informa la deuda del Gobierno Nacional con el conjunto de bancos que entre este último año y 1934 se duplicó. Pero esta estadística no es, al menos en algunos años, fácilmente conciliable con la del cuadro anterior.

### Deuda del Gobierno Nacional con el Conjunto de Bancos

Diciembre	Millones de m\$ <sub>n</sub>
1926	362.1
1927	346.2
1928	474.5
1929	564.9
1930	692.5
1931	721.8
1932	713.8
1933	719.9
1934	729.6

Fuente: La Economía Bancaria Argentina a Través de sus Índices más Representativos

#### 5. La "política monetaria" del BNA

1. Según Ford (pág. 104/109), el BNA después de 1909 trató de aliviar las consecuencias domésticas de los años de bajas exportaciones. En años de bajos ingresos de oro el BNA disminuyó su coeficiente de existencias en relación con los depósitos. Para tratar de verificar su afirmación se han hecho algunas regresiones simples en las que la variación (entre fines de año) del coeficiente existencias/depósitos del BNA [ $\Delta(R/D)$ ] (y de los Otros bancos nacionales y de los bancos extranjeros) es función de la variación (entre fines de año) de la variación de la emisión (o del oro en la CdeC) más la variación del oro en los bancos [ $\Delta Oro$ ] para el período 1908-1930 (23 observaciones) que va más allá de los años analizados por Ford. Con respecto a la estacionariedad de las variables utilizadas en las siguientes regresiones, se inserta a continuación el valor del estadístico ADF para dos rezagos y sin ordenada al origen y el valor crítico de MacKinnon al nivel indicado.

Variable	Estadístico ADF	Valor crítico
$\Delta(R/D)$ BNA	-3.136	-2.689 (al 1%)
$\Delta Oro$	-2.088	-1.959 (al 5%)

El test de "causalidad" de Granger proporcionó los siguientes resultados para 2 rezagos:

Hipótesis nula:	Estadístico F	Probabilidad
$\Delta(R/D)$ BNA no causa $\Delta Oro$	0.240	0.789
$\Delta Oro$ no causa $\Delta(R/D)$ BNA	3.304	0.063

Se tiene entonces que las dos variables mencionadas son estacionarias, según el "unit root test", y que la probabilidad de que la variable independiente ( $\Delta Oro$ ) no "cause" la variable dependiente ( $\Delta(R/D)$  BNA) es baja. En relación a la cuestión de la causalidad entre las dos variables  $\Delta(R/D)$  y  $\Delta Oro$ , se podría llegar a argumentar que el BNA aumentando sus existencias y restringiendo los préstamos, podría hacer elevar la tasa de interés de mercado y provocar el ingreso de fondos externos con lo que tendríamos una causalidad inversa a la que postula las regresiones que efectuamos a continuación. Sobre esta cuestión, Bloomfield (pág.



45) señaló que en la época del patrón oro los países con mercados financieros menos desarrollados no atraían cantidades significativas de metálico aumentando su propia tasa de interés. Por su parte, Prebisch (1944, vol. I, pág. 63) puntualizó que no se concebía la posibilidad de que los países periféricos compitiesen con el centro monetario londinense elevando su propia tasa de descuento. El BNA, por su parte, en su Memoria de 1929 destacó la limitada influencia que sobre la circulación tenía el Banco.

Años 1908 a 1930 (23 observaciones)

Se efectuó el análisis partiendo de la siguiente ecuación más general:

$$\Delta(R/D) = f(\Delta\text{Oro}, \Delta\text{Oro}_{-1}, \Delta(R/D)_{-1})$$

y se eliminaron variables no significativas de acuerdo con el criterio de Akaike, el criterio de Schwartz y el estadístico "t" llegándose a la siguiente ecuación:

Regresión 1:

$\Delta\text{Oro}$	Constante	$R^2_{\text{ajustado}}$	Durbin-Watson	F
0.000377 (4.062)	-0.026 (-2.240)	0.413	1.462	16.504

Correlograma de residuos	Estadístico Q (12 rezagos) : 10.894	Probabilidad: 0.538
LM Correlación serial	Estadístico F 1 residuo : 1.501	Probabilidad: 0.235
LM Correlación serial	Estadístico F 2 residuos: 1.247	Probabilidad: 0.310
LM Correlación serial	Estadístico F 3 residuos: 1.731	Probabilidad: 0.196
Test ARCH	Estadístico F 1 residuo: 0.114	Probabilidad: 0.739
Test ARCH	Estadístico F 2 residuos: 0.092	Probabilidad: 0.913
Test ARCH	Estadístico F 3 residuos: 0.727	Probabilidad: 0.551
Test White heteroscedasticidad	Estadístico F : 0.833	Probabilidad: 0.449
Test RESET	Estadístico F 3 potencias: 0.514	Probabilidad: 0.678

Para el grupo de Otros bancos nacionales y de los Bancos extranjeros se obtuvieron las siguientes regresiones que no muestran correlación entre la variación del coeficiente existencias/depósitos de estos dos grupos de bancos y la variable independiente.

Variable dependiente: Variación del coeficiente existencias/depósitos

Bancos	$\Delta\text{Oro}$	Constante	$R^2_{\text{ajustado}}$	Durbin-Watson	F
<u>Regresión 2:</u>					
Bancos nacionales	4.01E-05 (1.009)	-0.0074 (-1.523)	0.0008	2.156	1.018
<u>Regresión 3:</u>					
Bancos extranjeros	2.94E-05 (0.296)	-0.0094 (-0.766)	-0.043	2.311	0.088

Las regresiones 2 y 3 muestran que en los Otros Bancos Nacionales y los Bancos Extranjeros, las variaciones del coeficiente existencias/depósitos no estaban relacionadas con las variaciones del oro. En otras palabras, no hay una evidencia de que estos bancos estuviesen haciendo política monetaria, lo que está de acuerdo con el hecho de que en su mayoría eran bancos privados.<sup>19</sup>

La Regresión 1, correspondiente al BNA, da un cierto apoyo a las afirmaciones de Ford: el coeficiente de existencias/depósitos del BNA y el oro tendían a moverse en el mismo sentido por lo que el BNA habría estado suavizando las variaciones monetarias originadas en el sector externo. Si se examinan los residuos de esta regresión, se encuentra que el mayor residuo corresponde al año 1918. El aumento del oro en la CdeC y en los bancos fue en ese año uno de los mayores de la serie, pero el BNA no aumentó su coeficiente de existencias sino que lo disminuyó. De acuerdo con la Memoria de 1918, se registraron operaciones excepcionales de financiación de exportaciones por parte del BNA a los gobiernos aliados. En el balance de fin de 1918 se incluye un crédito por \$oro 149.1 millones que podría explicar parcialmente la caída de las existencias como proporción de los depósitos que experimentó el BNA; por otra parte, los depósitos del BNA aumentaron ese año en un monto excepcional de m\$n 324 millones. Dado el carácter atípico de esta evolución, podría incluirse una variable ficticia para el año 1918. Los resultados de la regresión anterior para el BNA se modifican del siguiente modo. (Se partió de la siguiente ecuación:  $\Delta(R/D) = f(\Delta Oro, \Delta Oro_{-1}, \Delta(R/D)_{-1}, \text{Var. ficticia } 1918)$ )

Regresión 4:

$\Delta Oro$	Var.fict.1918	Constante	$R^2_{ajustado}$	Durbin-Watson	F
0.000423 (5.238)	-0.1406 (-2.962)	-0.0208 (-2.104)	0.572	2.049	15.692

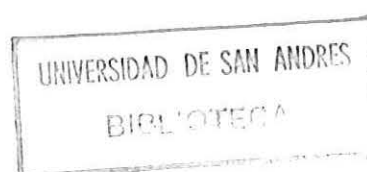
Correlograma de residuos	Estadístico Q (12 rezagos) : 10.045	Probabilidad: 0.612
LM Correlación serial	Estadístico F 1 residuo : 0.027	Probabilidad: 0.872
LM Correlación serial	Estadístico F 2 residuos: 0.436	Probabilidad: 0.653
LM Correlación serial	Estadístico F 3 residuos: 0.317	Probabilidad: 0.813
Test ARCH	Estadístico F 1 residuo: 1.586	Probabilidad: 0.222
Test ARCH	Estadístico F 2 residuos: 1.214	Probabilidad: 0.320
Test ARCH	Estadístico F 3 residuos: 1.281	Probabilidad: 0.315
Test White heteroscedasticidad	Estadístico F : 0.358	Probabilidad: 0.784
Test RESET	Estadístico F 3 potencias: 0.1.362	Probabilidad: 0.288

Para comprobar la hipótesis de que durante el período de inconvertibilidad no hubo cambios en la relación estudiada, se introdujo una variable ficticia a la ordenada con valor igual a la unidad en los años en que el valor del peso de papel difirió del valor de la paridad de 0.44 centavos por peso oro y cero en los años restantes. Se obtuvo la siguiente regresión:

Regresión 5:

$\Delta Oro$	Variable ficticia a la ordenada	Constante	$R^2_{ajustado}$	Durbin-Watson	F
0.000364 (3.586)	-0.0091 (-0.355)	-0.0193 (-0.911)	0.388	1.481	7.972

Se observa que la variable ficticia no es significativa. Se introdujo también una variable ficticia a la pendiente de  $\Delta Oro$ , igual a  $\Delta Oro$  en los años en que el valor del peso de papel difirió de la paridad y cero en los años restantes, obteniéndose el siguiente resultado.



Regresión 6:

$\Delta$ Oro	Var. ficticia a la pendiente	Constante	$R^2$ ajustado	Durbin-Watson	F
0.000484 (2.645)	-0.00015 (-0.684)	-0.0289 (-2.303)	0.398	1.515	8.276

Tampoco en este caso la variable ficticia es significativa. Se introdujo, también, como variable explicatoria, el valor del peso de papel en pesos oro. Se obtuvo la siguiente regresión:

Regresión 7:

$\Delta$ Oro	Valor peso papel en oro	Constante	$R^2$ ajustado	Durbin-Watson	F
0.000408 (4.402)	-0.407 (-1.482)	0.145 (1.254)	0.445	1.441	9.819

La variable Valor del peso papel en peso oro no alcanza a ser significativa. Por otra parte, no es una variable estacionaria.<sup>20</sup> Por último, se introdujo una variable ficticia a la ordenada al origen, igual a la unidad, en los años 1921, 1922, 1923 y 1924 en que no hubo movimiento del oro en la CdeC, habiéndose obtenido el siguiente resultado:

Regresión 8:

$\Delta$ Oro	Var. ficticia 1921-22 y 1925-26	Constante	$R^2$ ajustado	Durbin-Watson	F
0.000389 (4.174)	0.032 (1.171)	-0.031 (-2.490)	0.417	1.506	8.883

2) Es interesante reproducir la opinión de Ford, correspondiente al período desde principios de siglo hasta 1913, sobre si el BNA funcionaba como un banco central: "To some extent, then, the Bank of the Nation provided a measure of safety for its competitors and was solicitous for the welfare of home trade in its attempts to offset international forces believed to be seasonal or temporary, but by no stretch of imagination could it be labelled a central bank." (pág. 105). El análisis de Ford tiene puntos en común con el que hizo Otto Niemeyer sobre los últimos años de la década de los veinte y principios de los treinta.

En Abril de 1933 el experto británico Otto Niemeyer, Director del Banco de Inglaterra, presentó un informe al gobierno argentino con recomendaciones para establecer un banco de reserva central. El punto 5 del Informe examina, brevemente, el comportamiento del sistema bancario. Un punto principal del Informe de Niemeyer es que: "In practice, however, the system does not operate as 40 years ago it was conceived to do. For the means of payment at the disposal of industry now depend not merely upon the quantity of notes supplied by the Caja de Conversión, but more substantially upon the loans and advances given by the banks on the basis of their own cash reserves.... In recent years, particularly, the automatic working of the Caja has not been allowed to have its full effect, the absence of any elasticity in the monetary system being partially made good by the action of individual banks, especially of the Banco de la Nacion." Más adelante el Informe Niemeyer explica: "I do not here criticise these movements: I merely point out that they were entirely inconsistent with the theory on which the

Caja de Conversión was based. The banks in fact neutralised the fluctuations in the balance of external credit: first, when the balance was favourable, by preventing the influx of gold from having its normal effect on credit supplies; and later when the balance became unfavourable by utilising the gold in their own possession to meet external claims and expanding loans as cash resources declined." En lo que hace al BNA, la Introducción de su Memoria del año 1929 ya había reconocido que el comportamiento del BNA tenía propósitos de política monetaria. Frente a la pérdida del oro que se había acumulado durante ese año, la Memoria dice: "Directamente interesado en la estabilidad de las condiciones monetarias del país, sino por mandato expreso de su ley orgánica, por la propia magnitud de sus operaciones y el sentido nacional de su política, inherente a su carácter de Banco Oficial: ha debido poner en juego los recursos disponibles que había acumulado previsoramente en forma de metálico, en el período 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." (pág.5/6).

Consideremos la evolución de algunas variables monetarias a partir de Enero de 1926. Podemos distinguir dos subperíodos; el primero llega hasta fines de 1930 y el segundo abarca desde fines de 1930 hasta fines de 1934. El primer subperíodo, en lo que corresponde al BNA, está comprendido en las regresiones anterior, en tanto el segundo no lo está. En el primer subperíodo las variaciones de la emisión se corresponden con las del Oro en la Caja de Conversión porque hasta fines de 1930 no había emisión sin respaldo. En el segundo subperíodo la evolución de la Emisión difiere de la del Oro en la Caja precisamente por la emisión sin respaldo. Por otra parte, el Oro en los bancos se reduce a niveles mínimos en el segundo subperíodo.

#### Evolución de préstamos bancarios y existencias bancarias (en millones m\$n)

Fin de año	Oro en la Caja	Oro en los bancos	Emisión	Préstamos del conjunto de bancos	Préstamos del BNA	Existencias conjunto	Existencias BNA
1925	1026.78	53.36	1319.80	3249.40	1385.65	618.12	332.85
1926	1026.78	53.45	1319.80	3262.20	1397.72	594.46	354.71
1927	1085.41	185.93	1378.43	3140.60	1330.11	734.02	481.83
1928	1112.86	343.66	1405.88	3423.10	1336.21	878.80	596.19
1929	953.73	93.68	1246.75	3747.20	1556.85	481.90	261.76
1930	967.67	21.82	1260.69	3941.00	1572.50	472.50	227.80
1931	592.93	7.20	1245.11	3707.40	1723.50	520.00	245.70
1932	582.93	4.71	1338.75	3466.90	1687.20	650.10	261.30
1933	561.01	4.68	1213.92	3432.90	1685.50	524.60	255.90
1934	561.01	2.64	1171.50	3424.50	1669.10	413.80	190.40

Fuente: La Economía Bancaria Argentina a través de sus Índices más Representativos. La Caja del conjunto de bancos no comprende los fondos depositados en BNA para hacer frente al resultado de la cámara compensadora. La Caja del BNA comprende los fondos depositados por otros bancos por las operaciones de cámara. Por un cambio en la metodología estadística, se tomaron las cifras de Enero de 1926 en remplazo de las de Diciembre de 1925.

En el año 1926 la emisión, el oro en la CdeC y en los bancos no variaron. Las existencias del BNA aumentó levemente lo mismo que sus préstamos; una evolución similar de los préstamos

se dio a nivel del conjunto de bancos. Los cambios en las distintas variables fueron reducidos, de poca importancia.

Niemeyer hace notar que en 1927 y 1928, con resultados favorables del balance comercial, las reservas bancarias aumentaron (en el BNA el aumento fue de m\$<sup>n</sup> 241 millones y en el conjunto de m\$<sup>n</sup> 284 millones). Los préstamos del BNA, por su parte, cayeron m\$<sup>n</sup> 61 millones, mientras que los del conjunto de bancos aumentaron m\$<sup>n</sup> 161 millones. EL BNA trató, entonces, de esterilizar el aumento de la emisión y la posición de oro de la Caja.

La Memoria del BNA de 1927 (pág. 67) comenta: "La facilidad con que podría llegarse en estos momentos a una inflación, ocasionando un desequilibrio entre el volumen normal de los negocios y las necesidades de medios de pago, justifica la medida adoptada por el Banco de mantener sin convertir el oro adquirido durante el presente ejercicio, política que habrá de continuar mientras esa posibilidad subsista. Ello, por otra parte, pone nuevamente en evidencia lo conveniente que sería reorganizar nuestro sistema bancario, procurando la especialización del crédito y la regulación de su concesión de acuerdo a las oscilaciones mensurables de la producción, por manera que toda tentativa de especulación quede de hecho y dentro de lo posible eliminada".

"Se opone a la realización de una política semejante, nuestro sistema monetario, cuyo automatismo puede ocasionar serios perjuicios al país en períodos de crisis o de extraordinaria prosperidad, y la ausencia de una legislación adecuada al grado de adelanto de la República."

El Mensaje del P.E. al Congreso de Enero de 1935, que acompañó el proyecto de leyes bancarias, dice que en 1927 (La Creación del BCRA, volumen II, pág. 632) el BNA se propuso evitar que se incorporase a la circulación el equivalente del oro que llegaba abundantemente al país; pero no pudo persistir en ese propósito y en 1928, apremiado por la necesidad de buscar un empleo remunerativo para sus depósitos, se vio obligado a rebajar sus tasas de descuento y adelantos. Sin embargo, los préstamos del BNA en 1928 se incrementaron escasamente.

En el año 1929 se dio la situación opuesta. Cayó por montos significativos el oro en la Caja y, por lo tanto, la emisión. Las existencias de los bancos y también las del BNA cayeron fuertemente. Los préstamos de los bancos, y del BNA, aumentaron significativamente. El conjunto de bancos neutralizó así los efectos monetarios de la evolución del sector externo.

El BNA aumentó en el mes de octubre de 1929 sus tipos de interés con el fin de adecuarlos a la nueva situación. "Como es natural, dado el carácter simplemente bancario de esta Institución, sin función monetaria alguna, los efectos directos de esa medida se han circunscripto a sus propias operaciones, contrariamente a lo que ocurre en un banco central, en que por el vínculo que le une a los bancos particulares, el alza de la tasa del descuento afecta a todo el mercado monetario." (Memoria BNA 1929, pág. 6).

En el año 1930, la emisión aumentó ligeramente. Se dio un proceso de variación de existencias bancarias y préstamos parecido al de 1929, pero en escala reducida.

A partir de 1931, la asociación entre emisión y oro en la CdeC deja de regir. Entre fines de 1930 y de 1932 la emisión aumenta m\$<sup>n</sup> 78 millones. Los préstamos del BNA aumentan m\$<sup>n</sup> 115 millones mientras que los del conjunto caen m\$<sup>n</sup> 474 millones. Las existencias del conjunto aumentaron m\$<sup>n</sup> 178 millones; las del BNA m\$<sup>n</sup> 33 millones. En los dos siguientes años, la evolución de todas las variables es negativa: cae la emisión, los préstamos del conjunto y del BNA y también las existencias del conjunto y del BNA.

¿Cuál es el balance para el período Enero de 1926 a Diciembre 1930 y desde Diciembre 1930 a Diciembre 1934? La variación de la emisión monetaria hecha por la CdeC fue negativa: en los dos subperíodos la emisión cayó m\$<sup>n</sup> 59.1 millones y m\$<sup>n</sup> 89.2 millones, respectivamente.

Variaciones de los conceptos indicados, en millones de m\$<sup>n</sup>

Período <sup>1</sup> Fin de año	Oro en la Caja	Oro en bancos	Emisión	Préstamos Conjunto	Existen- cias Conjunto	Préstamos BNA	Existen- cias BNA
1925 – 1930	-59.1	-31.54	-59.1	691.6	-145.6	186.8	-105.1
1930-1934	-406.7	-19.18	-89.2	-516.5	-58.7	96.6	-38.4
1925-1934	-465.8	-50.72	-148.3	175.1	-204.3	283.4	-143.5

Fuente: La Economía Bancaria Argentina a Través de sus Índices más Representativos.<sup>1</sup> Se tomó Enero de 1926 en remplazo de Diciembre de 1925

A pesar de la caída de la emisión y del oro en la Caja, los préstamos del BNA crecieron en ambos subperíodos, más en el primer subperíodo, y su caja cayó también en ambos subperíodos. Los préstamos del conjunto de bancos crecieron en el primer subperíodo y cayeron en el segundo. Para el período total, se destaca que frente a una caída de la emisión de m\$<sup>n</sup> 148.3 millones, el BNA aumentó sus préstamos y disminuyó su caja.

Los cuadros anteriores pueden ser complementados con la información referente a los redescuentos de la CdeC al BNA y los del BNA al resto de los bancos.

Redescuentos (en millones de m\$<sup>n</sup>)

Fecha	Stock redescuentos Otorgados a los bancos por el BNA	Stock redescuentos recibidos por el BNA de la CdeC	Neto Redescuentos otorgados menos recibidos por BNA
31/12/30	151.5	0	151.5
31/12/31	284.7	359.2	-74.5
31/12/32	315.9	295.3	20.6
31/12/33	292.6	206.5	86.1
31/12/34	295.2	172.2	123.0
Variación 1930/34	143.7	172.2	- 28.5

La última fila de este cuadro indica que la CdeC había otorgado redescuentos al BNA a fines de 1934 por m\$<sup>n</sup> 172.2 millones, de los cuales m\$<sup>n</sup> 143.7 millones fueron pasados al resto de bancos y m\$<sup>n</sup> 28.5 millones quedaron en el BNA. Por otra parte, la variación de m\$<sup>n</sup> 143.7 supera la variación del total de préstamos del BNA del período que alcanzó a m\$<sup>n</sup> 96.6 millones, lo que indicaría que la totalidad de los préstamos del BNA al resto de sus clientes disminuyó.

## 6. Algunos comentarios

1) Tratemos de resumir los principales aspectos que se pueden señalar en este trabajo. En primer lugar tenemos la vieja cuestión de las relaciones entre la financiación del gasto público y la emisión. El anuncio de Pellegrini cuando se creó el BNA en el sentido de que éste no sería un banco prestamista del Estado no se cumplió en el largo plazo: a partir de 1915 el Gobierno Nacional comenzó a endeudarse con el Banco y para 1935 tenía una deuda elevada con el BNA. Adicionalmente, la CdeC emitió dinero sin respaldo en razón del Empréstito Patriótico, lo que constituía una creación adicional de dinero con destino al Gobierno.

2) El BNA comenzó a efectuar operaciones de redescuento a los bancos, propias de un banco de bancos, en una fecha tan temprana como 1904, operatoria que ya estaba prevista desde el inicio del BNA. A partir de 1931 pudo financiar, parcial o totalmente, estas operaciones con redescuentos otorgados por la CdeC sin respaldo metálico.

3) El BNA habría efectuado operaciones de esterilización del resultado monetario del balance de pagos desde fines de la primera década del siglo, operaciones que son propias de un banco central. A falta de instrumentos adecuados de absorción monetaria, lo hizo aumentando (disminuyendo) sus existencias como proporción de sus depósitos, cuando los movimientos del oro eran positivos (negativos).

4) El sistema CdeC - Banco de la Nación tuvo un funcionamiento monetario que no se habría adaptado lo suficiente al funcionamiento de la economía del país. La organización monetaria era rígida y la evolución monetaria supeditada a los resultados del balance de pagos, que a su vez dependía de factores climáticos que afectaban el rendimiento de las cosechas, precios internacionales, movimiento de capitales. Ello fue destacado en 1933 en el punto 4 del Informe Niemeyer : "It may be doubted whether any country subject to such large natural fluctuations in economic activity as the Argentine could support for long so direct and rigid an automatic linking of the supply of currency with the balance of external payments. While some link is fundamental, too tight a link will break from its own want of elasticity."

5) La Introducción de la Memoria del año 1929 del BNA, con una redacción más propia de un banco central que de un banco comercial, describió las dificultades del BNA para hacer política monetaria con términos muy claros: "Pero el Banco no dispone de la organización y los medios técnicos para actuar en tales circunstancias con la máxima eficacia. Su influencia sobre la circulación es necesariamente limitada. Carecemos de un sistema que nos permita atravesar con el menor disturbio posible las oscilaciones naturales del movimiento económico, la sucesión continua de períodos de ascenso y descenso en el volumen de los negocios. Nos

falta el ordenamiento monetario que, en condiciones semejantes a las que prevalecieron en 1927 y en 1928, 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 sus exportaciones." (pág. 5/6) .

El orden monetario al que se hace referencia queda explícito en el párrafo siguiente de la Introducción. Después de referirse al aumento de la oferta monetaria como resultado del superávit de balanza de pagos ocurrido en 1927 y parte de 1928, dice: "Sin embargo, ello entraña para el mercado monetario una serie de perturbaciones inconvenientes que podrían evitarse por la aplicación de prácticas análogas a las seguidas por los bancos centrales de los principales países del mundo." (pág. 6).

6) Durante la extensa discusión parlamentaria de 1935 en torno al proyecto de nuevas leyes de bancos, incluyendo la creación de un Banco Central, el diputado Martínez recordó la opinión de que en vez de crear un Banco Central, era más sencillo unir en una sola institución la CdeC con el BNA bajo la forma de un banco mixto (La Creación del BCRA, tomo II, pág. 968). La forma mixta tenía un propósito claro: tendía a independizar al BNA del Gobierno, pero ello no alcanzaba a resolver algunas dificultades que entrañaba tal esquema. Es de interés citar a Goodhart (pág. 36) que dice: "It is worthy of note that when such countries came to establish a Central Bank, they more often established an entirely new institution, started de novo, rather than attempting to build on the quasi-Central Banking functions already available in the in the leading commercial bank(s)." Cita Goodhart como ejemplos el Banco de la Reserva de la India, el de Nueva Zelanda, el Banco Central de Irlanda y el de Brasil. La razón para tal elección es que un competidor activo de los bancos no debe ser puesto en posición de regular, supervisar o apoyar como prestamista de última instancia a los bancos por el conflicto de intereses que se produce.

7) No parece haber evidencia de que el Banco Central fuera creado en 1935 para financiar gastos del gobierno. El examen de los desarrollos monetarios de las primeras décadas del siglo, y también de los primeros ocho años del Banco Central, en los que los préstamos al Gobierno fueron muy reducidos, sugiere que la creación del Banco Central tenía por propósito principal (además de iniciar en el país la función de superintendencia de bancos), hacer política monetaria contando con instrumentos más típicos de los bancos centrales. Así, la afirmación de V. Smith: "A central bank is not a natural product of banking development. It is imposed from outside or comes into being as the result of Government favours" (V. Smith, pág. 148), enunciada el mismo año en que se creó el Banco Central, no parece aplicable a los cambios en el ordenamiento monetario argentino de 1935.



Cuadro No. 1

**Emisión de billetes por la Caja de Conversión (en miles de m\$n)  
y Fondo de Conversión (en miles de \$oro) y Respaldo**

Fin de año	Oro Ley de Conversión 3871	Oro Depósitos de oro en las legaciones Ley 9480	Activos Internos Leyes de Redescuento 9470 y 9579	Activos internos Empréstito Patriótico de 1932 Ley 11580	Activos internos Leyes anteriores a la Ley 3871	Emisión total de circulante	Tasa de variación de la emisión total de circulante (en %)	Fondo de Conversión en el BNA (miles \$oro)	Respaldo (1)
1899	3.3				295166.0	295169.3	--	-	0.000
1900	-				292385.6	292385.6	-0.94	-	0.000
1901	-				292385.6	292385.6	0.0	-	0.000
1902	6.5				293268.3	293274.7	0.30	142.5	0.000
1903	86911.7				293268.3	380180.0	29.6	488.6	0.232
1904	114412.8				293268.3	407681.1	7.2	5210.5	0.310
1905	204891.0				293268.3	498159.3	22.2	11710.5	0.465
1906	233479.6				293268.3	526747.8	5.7	16808.7	0.516
1907	238895.2				293268.3	532163.4	1.0	19762.4	0.533
1908	288003.9				293268.3	581272.2	9.2	25000.0	0.593
1909	392090.7				293268.3	685358.9	17.9	28500.0	0.667
1910	422714.5				293268.3	715982.8	4.5	30000.0	0.686
1911	429656.0				293268.3	722924.2	1.0	30000.0	0.689
1912	506535.3				293268.3	799803.5	10.6	30000.0	0.716
1913	529994.8				293268.3	823263.0	2.9	30000.0	0.726
1914	503886.8	6125.2			293268.3	803280.3	-2.4	10000.0	0.663
1915	539299.1	155328.3			293018.3	987645.6	23.0	10000.0	0.726
1916	591648.5	128441.8			293018.3	1013098.5	2.6	10000.0	0.733
1917	594540.4	125578.1			293018.3	1013136.8	0.0	10000.0	0.733
1918	635148.7	226289.1			293018.3	1154456.1	19.2	10000.0	0.766
1919	704602.0	179538.2			293018.3	1177174.5	2.0	10000.0	0.770
1920	1060174.4	9370.8			293018.3	1362563.5	15.7	10000.0	0.802
1921	1060174.9	9370.8			293018.3	1362564.0	0.0	10000.0	0.802
1922	1060174.9	9370.8			293018.3	1362564.0	0.0	10000.0	0.802
1923	1069545.7				293018.3	1362564.0	0.0	10000.0	0.802
1924	1026779.5				293018.3	1319797.7	-3.1	-	0.778
1925	1026779.5				293018.3	1319797.7	0.0	7093.8	0.790
1926	1026779.5				293018.3	1319797.7	0.0	7093.8	0.790
1927	1085414.5				293018.3	1378432.8	4.4	30000.0	0.837
1928	1112857.1				293018.3	1405875.4	2.0	30000.0	0.840
1929	953734.9				293018.3	1246753.2	-11.3	30000.0	0.820
1930	967668.0				293018.3	1260686.2	1.1	30000.0	0.822
1931	592933.4		359158.1		293018.3	1245109.8	-1.2	-	0.476
1932	583915.1		295318.8	166500.8	293018.3	1338753.0	7.5	-	0.436
1933	561006.0		206483.0	153312.9	293018.3	1213920.2	-9.3	-	0.462
1934	561006.0		172184.0	145291.8	293018.3	1171500.0	-3.5	-	0.479
1935*	561006.0		216404.8	145291.8	293018.3	1215721.0	3.8	-	0.461

• Datos al 31 de Mayo de 1935.

(1) Incluye el Fondo de Conversión en el BNA

Fuentes: Memoria de la CdeC de 1933 para los años 1899 a 1933. El Banco de la Nación Argentina en su Cincuentenario (1941), para los años 1934 y 1935.

Cuadro No. 2

**Movimiento de oro sellado en la Caja de Conversión desde la  
vigencia de la Ley 3871. Existencias de oro en los bancos**

Año	Entradas \$oro	Salidas \$oro	Oro en la Caja \$oro al 31/12	Oro en bancos mill.\$oro al 31/12	Oro en BNA mill.\$oro al 31/12
1899	1.573,000	110,000	1.463,000	n.d.	11.96
1900	18.396.986,600	18.398.449,600	-	n.d.	7.97
1901	211,320	211,320	-	n.d.	10.87
1902	21.026,490	18.183,050	2.843,440	n.d.	8.24
1903	46.041.420,560	7.803.116,780	38.241.147,220	n.d.	14.90
1904	22.183.540,850	10.083.049,260	50.341.638,810	n.d.	21.79
1905	42.274.833,320	2.464.423,230	90.152.048,900	n.d.	11.33
1906	28.234.151,600	15.655.186,110	102.731.014,390	n.d.	9.35
1907	30.655.916,990	28.273.059,880	105.113.871,500	40.03	18.62
1908	34.216.255,169	12.008.402,721	126.721.723,948	47.57	22.70
1909	50.176.348,947	4.378.175,237	172.519.897,658	67.15	34.88
1910	33.989.596,612	20.515.108,320	185.994.385,950	67.49	36.59
1911	14.431.910,968	11.377.668,289	189.048.628,629	59.29	34.01
1912	39.457.535,502	5.630.633,471	222.875.530,660	68.78	37.80
1913	48.898.006,964	38.575.821,596	233.197.716,028	53.94	32.27
1914	34.591.367,998	46.078.878,759	221.710.205,267	45.66	28.64
1915	15.581.401,667	-	237.291.606,934	23.96	10.33
1916	23.029.345,351	-	260.320.952,285	30.69	14.91
1917	1.276.824,734	-	261.597.777,019	53.39	36.93
1918	17.867.672,342	-	279.465.449,361	51.65	36.11
1919	30.566.493,524	-	310.031.942,885	61.12	38.96
1920	156.444.821,233	-	466.476.764,118	43.14	24.73
1921	210,140	-	466.476.974,258	34.38	23.17
1922	-	-	466.476.974,258	33.25	23.29
1923	4.123.157,620	-	470.600.131,878	22.26	12.91
1924	-	18.817.147,860	451.782.984,018	17.27	8.31
1925	-	-	451.782.984,018	23.48	15.25
1926	-	-	451.782.984,018	23.52	15.21
1927	26.889.123,072	1.089.700,826	477.582.406,264	81.81	70.86
1928	30.196.885,690	18.122.153,956	489.657.137,998	151.21	139.79
1929	74.588.771,600	144.602.522,198	419.643.387,400	41.22	30.12
1930	23.616.370,228	17.485.840,244	425.773.917,384	9.60	1.28
1931	504.000,000	165.387.220,708	260.890.696,676	3.17	1.03
1932	927,240	3.968.955,984	256.922.667,932	2.07	0.97
1933	-	10.080.000,000	246.842.667,932	2.06	0.94
1934	-	-	246.842.667,932	1.15	0.14

Fuente: Memoria de la CdeC de 1933 para las tres primeras columnas y hasta el año 1933. Estadísticas Bancarias Argentinas a través de sus Índices más Representativos para los datos de 1934 y las dos últimas columnas, a partir de 1907. Los datos de tenencias de oro del BNA para los años 1899 a 1906 han sido tomados de los balances del BNA.

Cuadro No. 3

**Redescuentos del Banco de la Nación Argentina a los bancos**  
(en miles de pesos)

Fin de	Importe	Fin de	Importe
1904	86.4	1920	29288.0
1905	850.3	1921	37918.3
1906	3047.3	1922	12905.5
1907	498.4	1923	106991.7
1908	3023.4	1924	121588.7
1909	2700.1	1925	122999.4
1910	4440.4	1926	147194.8
1911	5825.5	1927	106420.1
1912	8910.1	1928	91577.1
1913	7679.4	1929	156207.0
1914	43200.0	1930	151503.7
1915	13400.0	1931	284748.5
1916	15641.4	1932	315919.1
1917	6610.4	1933	292607.1
1918	5039.0	1934	295195.3
1919	32079.9		

Fuente: El Banco de la Nación Argentina en su Cincuentenario y Balances

Cuadro No. 4

**Monto de los fondos públicos nacionales adquiridos por el BNA (valor de compra)**

Fin de Año	miles \$ro	miles m\$n	Fin de Año	miles \$oro	miles m\$n
1916	15	21249	1926	8477	19252
1917	9603	24167	1927	8417	19140
1918	9372	22547	1928	8464	19134
1919	9192	22405	1929	8464	19052
1920	9067	22132	1930	8464	18908
1921	9067	21883	1931	8464	17798
1922	8519	21588	1932	8464	17545
1923	8345	21231	1933	8464	19525
1924	8345	20498	1934	---	38760
1925	8746	19467	1935	---	38760

Fuente: El Banco de la Nación Argentina en su Cincuentenario

Cuadro No. 5

**Préstamos, Depósitos y Existencias del Banco de la Nación.**

(en millones de m\$n, promedios anuales de los saldos de fin de mes)

Año	Préstamos	Depósitos incluyendo Cámara	Depósitos excluyendo Cámara	Existencias incluyendo Cámara (a)	Existencias de oro incluyendo Cámara	Existencias excluyendo Cámara (b)	Depósitos en Cámara(1)
1910	332.0	365.0	365.0	192.0	78.0	192.0	-
1911	373.7	401.1	401.1	198.0	79.6	198.0	-
1912	412.7	453.0	453.0	219.8	87.2	219.8	-
1913	463.7	547.6	501.1	279.7	85.6	233.3	46.4
1914	505.5	557.5	515.0	256.0	68.3	205.2	50.8
1915	509.3	660.2	609.8	363.9	29.4	313.5	50.4
1916	477.1	722.0	865.2	419.2	23.9	362.5	56.7
1917	538.7	826.0	732.3	434.3	84.1	340.6	93.7
1918	805.9	1097.2	919.9	401.6	83.0	224.2	177.4
1919	996.3	1197.2	1040.0	387.7	84.3	230.6	157.1
1920	1096.4	1365.8	1160.1	471.7	98.3	266.0	205.7
1921	1008.5	1341.8	1134.4	467.9	53.6	260.6	202.3
1922	1112.0	1329.2	1175.7	445.3	52.9	291.7	153.6
1923	1202.7	1383.3	1249.0	410.0	47.8	275.7	134.3
1924	1417.0	1504.6	1375.8	319.8	21.2	190.8	128.8
1925	1408.7	1516.8	1409.0	338.7	27.8	230.8	107.9
1926	1377.5	1507.8	1390.6	354.7	34.6	237.8	112.1
1927	1390.9	1575.0	1462.2	393.7	67.8	280.9	112.8
1928	1285.7	1727.6	1583.5	633.3	295.9	499.4	133.9
1929	1437.1	1730.1	1632.0	467.9	180.1	369.8	98.1
1930	1522.0	1658.1	1534.6	281.0	12.5	157.5	123.5
1931	1652.6	1550.8	1427.4	231.2	2.8	107.8	123.4
1932	1721.2	1526.1	1413.3	278.5	2.3	165.7	112.8
1933	1684.8	1558.8	1433.8	275.0	2.2	150.0	125.0
1934	1683.2	1575.5	1465.3	237.3	1.4	127.1	110.2

Fuente: Memoria del BNA, año 1934. Hay diferencias menores con las cifras contenidas en La Economía Bancaria Argentina a Través de sus Índices más Representativos. A partir de 1926 hay una modificación en la metodología en la serie.

(1) Calculada como diferencia entre las dos columnas (a) y (b) de Existencias incluyendo y excluyendo cámara.

Cuadro No. 6

**Depósitos en cámara, en el BNA y en el conjunto de bancos**  
**(promedios anuales)**

Año	Depósitos en Cámara (1)	Depósitos en el conjunto de bancos (2)	Proporción de depósitos en conjunto (3)=(1)/(2)	Depósitos en el BNA excluyendo Cámara (4)	Proporción de depósitos en BNA (5)=(1)/(4)
1910	-	1249.89	-	365.0	-
1911	-	1356.86	-	401.1	-
1912	-	1420.05	-	453.0	-
1913	46.4	1475.43	0.031	501.1	0.093
1914	50.8	1303.17	0.039	515.0	0.101
1915	50.4	1324.21	0.038	609.8	0.083
1916	56.7	1495.44	0.038	865.2	0.066
1917	93.7	1756.80	0.053	732.3	0.128
1918	177.4	2367.70	0.075	919.9	0.193
1919	157.1	2732.18	0.057	1040.0	0.151
1920	205.7	3189.10	0.065	1160.1	0.177
1921	202.3	3223.93	0.063	1134.4	0.178
1922	153.6	3213.48	0.048	1175.7	0.131
1923	134.3	3346.79	0.040	1249.0	0.108
1924	128.8	3284.57	0.039	1375.8	0.094
1925	107.9	3362.57	0.032	1409.0	0.077
1926	112.1	3346.58	0.033	1390.6	0.081
1927	112.8	3476.83	0.032	1462.2	0.077
1928	133.9	3836.30	0.035	1583.5	0.085
1929	98.1	3985.90	0.025	1632.0	0.060
1930	123.5	3913.20	0.032	1534.6	0.080
1931	123.4	3730.90	0.033	1427.4	0.086
1932	112.8	3535.90	0.032	1413.3	0.080
1933	125.0	3514.28	0.036	1433.8	0.087
1934	110.2	3464.65	0.032	1465.3	0.075

Fuente: Memorias del BNA y Estadísticas Bancarias Argentinas a Través de sus Índices más Representativos.

**Referencias:**

- Arnaudo, Aldo A., Cincuenta años de política financiera argentina (1934-1983), El Ateneo, 1987.
- Balboa, Manuel, La Evolución del Balance de Pagos de la República Argentina, 1913-1950, Desarrollo Económico, 1972.
- Bloomfield, Arthur, Monetary Policy under the International Gold Standard, Federal Reserve Bank of New York, 1959
- Capie, Forrest H. y Geoffrey E. Wood, Money demand and supply under the gold standard: the United Kingdom, 1870-1914, en el libro Modern Perspectives on the Gold Standard, compilado por Bayoumi, Tamim, Barry Eichengreen y Mark P. Taylor, Cambridge University Press, 1996.
- della Paolera, Gerardo, Monetary and Banking Experiments in Argentina: 1861-1930, UTDT Working Paper No. 11, 1994.
- Diz, Adolfo C., La Oferta Monetaria, CEMLA, 1975.
- Ernesto Tornquist & Cía., El Desarrollo Económico de la República Argentina en los Últimos Cincuenta Años, Buenos Aires, 1920.
- Ford, A. G., The Gold Standard 1880-1914. Britain and Argentina, Clarendon Press, 1962.
- Goodhart, Charles, The Evolution of Central Banks, The MIT Press, 1988.
- El Banco de la Nación Argentina en su Cincuentenario, publicado por el BNA. 1941.
- La Creación del Banco Central y la Política Monetaria 1935-1943, publicado por el BCRA, 1972.
- La Economía Bancaria Argentina a Través de sus Índices más Representativos en el Período 1901-1935, Instituto de Economía Bancaria, Facultad de Ciencias Económicas, UBA, 1937.
- Memoria del Banco Central de la República Argentina de 1935.
- Memorias del Banco de la Nación Argentina.
- Memorias de la Caja de Conversión .
- Mensaje del P.E. al Congreso de Enero de 1935 acompañando el proyecto de leyes bancarias.
- Moyano Llerena, Carlos, La Ley de Conversión de 1899, Boletín Mensual del Seminario de Ciencias Jurídicas y Sociales, Año IV, Nros. 3738, 1935, Buenos Aires.
- Niemeyer, Otto, The Niemeyer Report, The Review of the River Plate, April 7, 1933.
- Prebisch, Raúl, Conversaciones en el Banco de México, 1944, en La Creación del Banco Central.
- Prebisch, Raúl, Anotaciones sobre nuestro medio circulante. A propósito del último libro del doctor Norberto Piñero, Revista de Ciencias Económicas, UBA, años 1921 y 1922. Reproducido en el Tomo I de Obras 1919-1948, publicado por la Fundación Raúl Prebisch, 1991, Buenos Aires.
- Prebisch, Raúl, La Moneda y los Ciclos Económicos en la Argentina, notas de clase, mimeografiado, 1944. Reimpreso en Obras 1919-1948, Tomo III, Fundación Raúl Prebisch.
- Quintero Ramos, Ángel M., Historia Monetaria y Bancaria de la Argentina, 2 tomos, FMI-BID-CEMLA, Biblioteca Financiera, México, 1950.
- Revista Económica del BNA, publicada por la Oficina de Investigaciones Económicas, 1928-1934.
- Smith, Vera C., The Rationale of Central Banking, P. S. King & Son, Westminster, 1936.

<sup>1</sup> El peso de oro tenía un contenido de 1.6129 gramos de oro con un título de 900 milésimos de fino, mientras que el de plata era de 25 gramos con un título igual; entonces, un gramo de oro valía 15.5 veces un gramo de plata. La moneda de oro era el Argentino equivalente a cinco pesos oro y tenía un contenido oro de 8.0625 gramos. De acuerdo con las equivalencias que utilizaba la CdeC para calcular su posición en oro, una libra esterlina tenía el mismo valor que 5.04 pesos oro, algo más que un Argentino. A partir de la Ley 3871, la paridad era de m\$N 11.4545 por cada libra esterlina. También se expresaba la paridad en términos de peniques por o\$s: 47.625 peniques por peso oro (para una libra esterlina compuesta de 240 peniques). La paridad con el dólar era de m\$N 2.3537 o \$oro 1.03566 por dólar.

<sup>2</sup> La leyenda no fue incorporada en los billetes emitidos de acuerdo con la ley 18188 del año 1969. Tampoco apareció en los pesos argentinos creados por la Ley 22707 de 1983 ni en los australes creados por el Decreto 1096/85, mientras que en los billetes actuales (Decreto 2128/91) aparece la leyenda "Convertibles de curso legal" en clara alusión a su convertibilidad en dólares estadounidenses según el artículo 1 de la Ley 23928.

<sup>3</sup> La paternidad de la ley 3871 no está bien aclarada. Se afirma, según Moyano Llerena, que su autor fue Carlos Pellegrini y también que su autor fue el entonces Ministro de Hacienda José María Rosa. Por otra parte, en una publicación de la casa Ernesto Tornquist & Cía, se atribuye su origen a Ernesto Tornquist (El Desarrollo Económico de la República Argentina en los últimos cincuenta años, pág. 309)

<sup>4</sup> El papel inconvertible mereció adjetivos tales como "plaga", "calamidad", "descrédito", "causa de ruina" en las discusiones y en las exposiciones sobre el proyecto de la ley. "El senador Pellegrini consideraba que no había sacrificio para un pueblo, por doloroso que fuera que no debiera hacerse para suprimir ese 'elemento de anarquía y de ruina que la era la moneda fiduciaria inconvertible'" (Moyano Llerena, pág. 48).

<sup>5</sup> De la extensa discusión parlamentaria a que dio lugar la ley, mencionamos que la minoría del Senado abogó por una relación distinta entre el peso moneda nacional y el peso oro: en lugar de 2.2727 pesos moneda nacional por peso oro se propuso el tipo de 2.50 pesos moneda nacional por peso oro, que implicaba una mayor devaluación del peso de papel. Este tipo, según algunos legisladores, debería regir al momento de la sanción de la ley y debería ajustarse periódicamente.

<sup>6</sup> Otra propuesta fue fijar el tipo en 2.25 pesos moneda nacional por peso oro, para facilitar las transacciones comerciales, pero Pellegrini desechó la propuesta.

<sup>7</sup> En este aspecto hay una clara diferencia con la convertibilidad establecida en 1991 por la Ley 23928 de 1991 y la Carta Orgánica del Banco Central de 1992 en que toda la emisión quedó respaldada con activos externos salvo un porcentaje inicial máximo del 20% que podía estar respaldado con crédito al gobierno bajo la forma de bonos externos.

<sup>8</sup> El BNA solamente podía utilizar el Fondo de Conversión en operaciones de cambios para suavizar las fluctuaciones cambiarias entre los puntos del oro. Ford (pág. 101) comenta que "These powers, it should be noted, were a marked advance on anything exercised in the British setting where the effects of the autumnal drain were stoically endured".

<sup>9</sup> Presumiblemente en alusión a la crisis financiera del Viernes 11 de Mayo de 1866, cuando el Banco de Inglaterra no quiso actuar como prestamista de última instancia de la firma Overend, Gurney and Company.

<sup>10</sup> En el discurso de inauguración del BNA, el 26 de octubre de 1891, Pellegrini, entonces Presidente de la República, dijo:

"Este Banco no se funda para atender necesidades del Erario...Este Banco no se funda en interés alguno político ... Este Banco se funda únicamente en servicio de la Industria y del Comercio...Si alguna recomendación pudiera haceros, sería en favor de un gremio que no ha merecido hasta hoy gran favor en los establecimientos de crédito y que es, sin embargo, digno del mayor interés. Hablo de los pequeños industriales..." (El BNA ... , pág. 210).

<sup>11</sup> Durante el debate parlamentario de 1935 sobre las leyes de bancos, el diputado Pena hizo notar que estas afirmaciones de la Memoria de la CdeC de 1921 tenían un antecedente en el Bullion Report de 1810 cuando decía: "Antes del curso forzoso, la baja del cambio y el precio elevado del oro obraban automáticamente para reducir los billetes. Con el curso forzoso esta acción restrictiva ha desaparecido; la emisión ha quedado sin freno suficiente. El Banco de Inglaterra es de opinión que en cuanto emita billetes solamente contra los descuentos de bonos a corto plazo, la cantidad de billetes en circulación no es exagerada. Esta afirmación es exacta bajo el régimen de convertibilidad, pero no lo es bajo el régimen del curso forzoso, porque los billetes pueden en este caso, depreciarse sin ser presentados al cambio y pueden acrecer indefinidamente". El Bullion Report agregaba: "Un freno automático vale mejor que uno aplicado arbitrariamente." (La Creación del BCRA, volumen II, pág. 986).

<sup>12</sup> First Interim Report of the Cunliffe Committee on Currency and Foreign Exchanges after the War, London, HMSO, 1918. A. C. Pigou fue miembro de este Comité.

<sup>13</sup> La sección 18 del First Interim Report del Cunliffe Report dice: "...A further essential condition of the restoration and maintenance of such a standard is therefore that some machinery shall exist to check foreign drains when they threaten to deplete the gold reserves. The recognized machinery for this purpose is the Bank of England discount rate. Whenever before the war the Bank's reserves were being depleted, the rate of discount was raised.... To maintain the connection between a gold drain and a rise in the rate of discount is essential to the safety of the reserves. When the exchanges are adverse and gold is being drawn away, it is essential that the rate of discount in this country should be raised relatively to the rates ruling in other countries".

<sup>14</sup> El diputado E. Dickmann dijo: "Salía yo de esta Cámara con un diputado yrigoyenista y le dije: Pero, señor mío, cómo es posible que ustedes mantengan cerrada la Caja de Conversión? Y él me contestó: Ya que ustedes nos han obligado a votar un salario mínimo de 160 pesos, cómo cree usted que les vamos a pagar a los obreros del Estado a razón de 44 centavos el peso? Mantenemos la Caja cerrada para pagar con pesos de 30 centavos oro, o, si fuera posible, aún menos. Este, es pues, un medio indirecto de bajar los salarios."

<sup>15</sup> Para el cálculo se tomó como costo para el peso oro la cantidad de m\$ 2.2727 cuando estaba abierta la CdeC; entre el 9 de agosto de 1914 y el 25 de agosto de 1927 y entre el 16 de diciembre de 1929 y el 5 de marzo de 1933 se tomó como base la cotización del dólar en Buenos Aires. Desde el 6 de marzo de 1933 hasta el fin del período se tomó la cotización del franco francés en Buenos Aires.

<sup>16</sup> Véase, por ejemplo, Capie y Wood (1996)

<sup>17</sup> Los Préstamos Oficiales comprenden: Adelanto al Gobierno de la Nación, Letras de Tesorería de la Nación, Cancelación Préstamo Chatham, Cancelación Préstamo Baring, Ministerio de Hacienda Ley 10251, Cuentas Diversas del Gobierno Nacional, Diferencia de Cambio e Intereses Préstamo a Gran Bretaña Ley 10350 y Préstamos a los Aliados Ley 10350.



<sup>18</sup> Hay discrepancias menores en las cifras sobre los préstamos del BNA a los bancos con caución de letras entre las publicadas en las Memorias y las contenidas en los Balances cuyo origen no se ha identificado.

<sup>19</sup> De acuerdo con Goodhart (pág. 44/45), Timberlake recordó un argumento del miembro del Congreso de los Estados Unidos Vreeland de 1911 diciendo que había pensado que 'Five or six of the larger New York banks currently acted as a central bank, but their commercial nature –their profit motivation in particular- meant that they could not “afford to carry great reserves of from 40 to 60 percent when business is good, in order to release them when business is bad... We must have an institution to hold our reserves which is not a money-making institution. The idea of profit must be eliminated from its management.” ‘

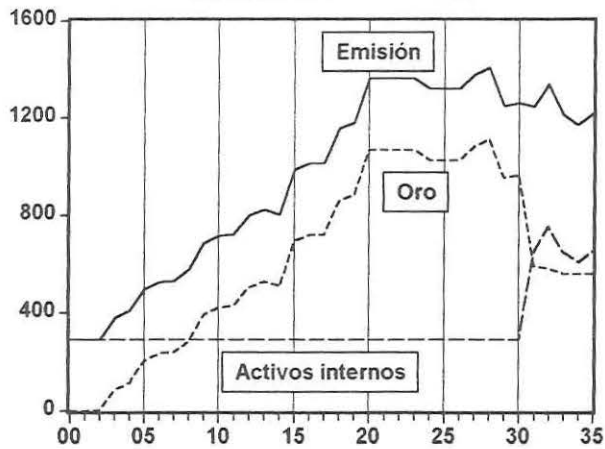
<sup>20</sup> Si se diferencia el “Valor del peso papel en peso oro”, se elimina el problema de estacionariedad de esta variable. Si se efectúa una nueva regresión en segundas diferencias, el estadístico “t” de “Valor del peso papel en peso oro” continua siendo no significativo. Por otra parte, el estadístico Durbin-Watson entra en la zona de indeterminación (es igual a 2.569).



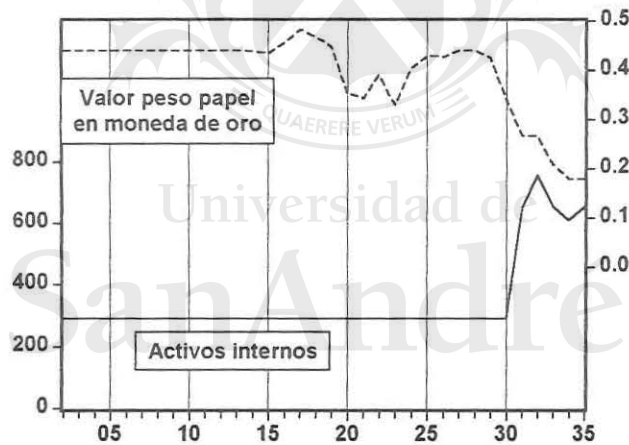
Universidad de  
**San Andrés**

I - Caja de Conversión

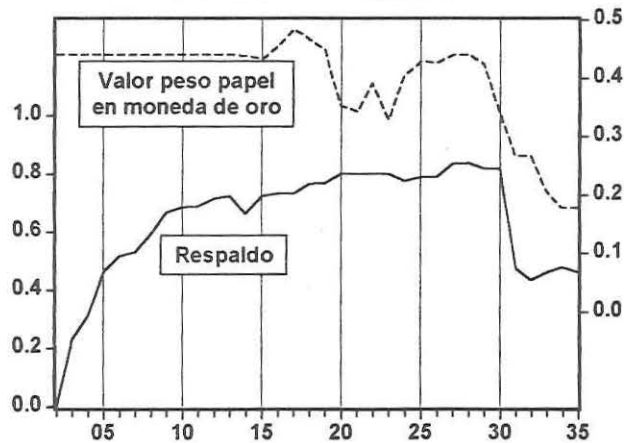
**GRAFICO 1**  
Oro, activos internos y  
emisión de la Caja  
Fin de año y Mayo 1935  
(millones de m\$<sub>n</sub>)



**GRAFICO 2**  
Activos internos de la Caja  
y valor del peso papel en  
moneda de oro  
Fin de año y Mayo 1935



**GRAFICO 3**  
Respaldo de la emisión y  
valor peso en moneda de oro  
Fin de año y Mayo 1935



II - Banco de la Nación

GRAFICO 4  
BNA  
Existencias, depósitos, préstamos  
(mill.m\$n, promedio anual)

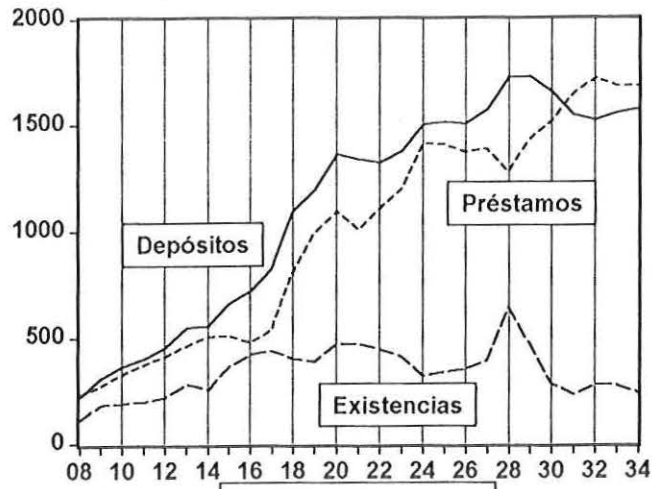


GRAFICO 5  
BNA  
Coeficiente de reserva

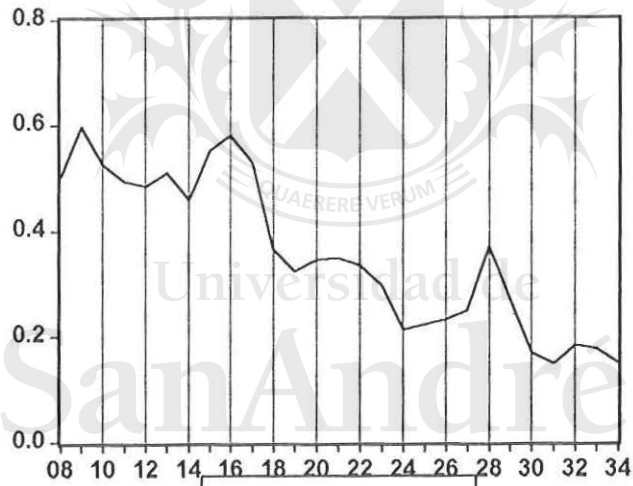
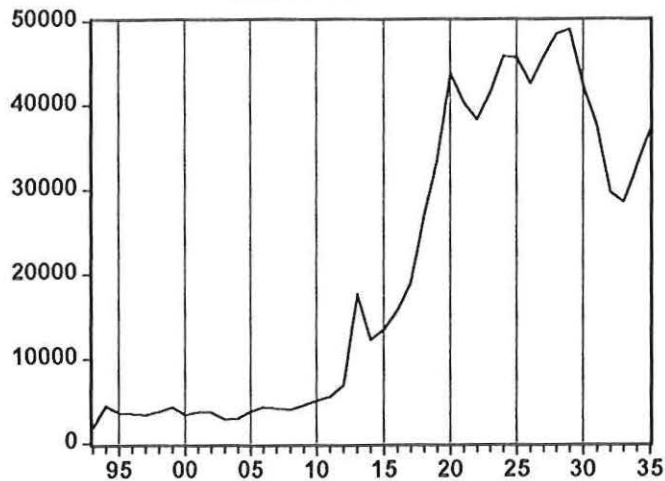
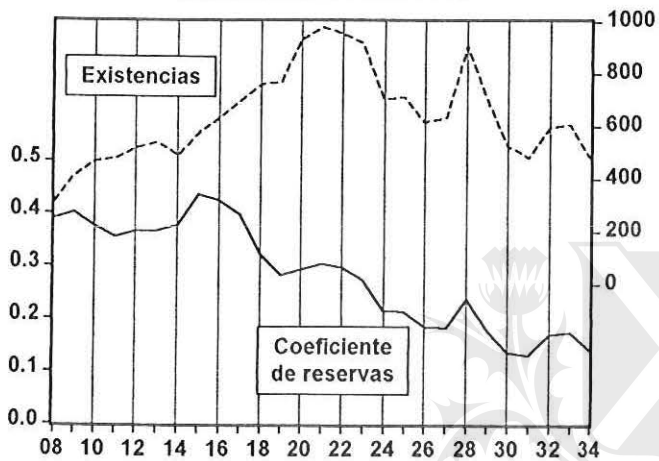


GRAFICO 6  
Montos compensados  
en la cámara  
(millones de m\$n)

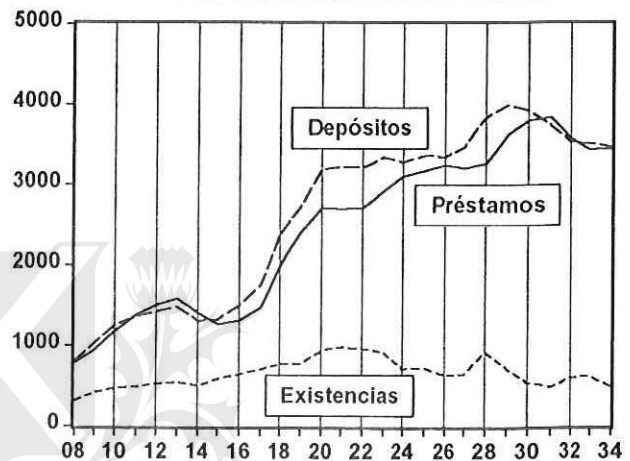


III - Conjunto de bancos

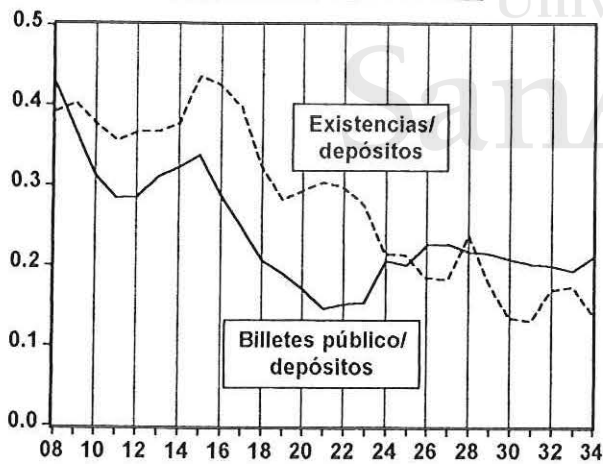
**GRAFICO 7**  
Coeficiente de reserva y existencias (mill. m\$n)



**GRAFICO 8**  
Existencias, depósitos, préstamos (mill.m\$n, promedio anual)



**GRAFICO 9**  
Coeficientes de billetes en el público y de reservas



**GRAFICO 10**  
Emisión + oro en bancos, billetes y depósitos

