

# DESARROLLO FINANCIERO ARGENTINO EN LA DÉCADA DEL VEINTE UNA RECONSIDERACIÓN

---

Ariel M. M. Meije

Mayo de 2009

## **Resumen**

Este trabajo se propone analizar en qué medida es atribuible la divergencia en el nivel de crecimiento de la economía argentina respecto de los países desarrollados en la década del veinte al grado de desarrollo financiero del país en dicho período. Para ello se lleva a cabo un recorrido histórico sobre las instituciones y medidas que se adoptaron desde 1914 y que condicionaron el posterior desempeño del sistema bancario. Tomando en cuenta el reconocido trabajo de della Paolera y Taylor (2003), se presentan indicadores alternativos cuya principal diferencia radica en incorporar dentro del análisis al Banco de la Nación Argentina (en adelante, BNA) y en desagregar el indicador de profundización financiera con el que trabajan estos autores para la comparación internacional. Con este enfoque complementario se quiere sugerir la necesidad de un estudio más amplio y detallado sobre el desempeño macroeconómico de la Argentina ya que hasta el momento la literatura no fue determinante a la hora de explicar la relativa mala performance de la economía a lo largo de la década del veinte.

# I. INTRODUCCIÓN

En Argentina – sostienen della Paolera y Taylor – pocos académicos se han dedicado a estudiar la interacción entre desarrollo financiero y actividad económica, en particular, entre el final de la Gran Guerra y los comienzos de la Gran Depresión. Hasta el trabajo de estos autores, los análisis respecto del grado de desarrollo financiero de la Argentina en el período de entreguerras (y su impacto sobre el nivel de crecimiento) no son del todo concluyentes. En el capítulo siete de su libro *Tensando el Ancla. La Caja de Conversión Argentina y la Búsqueda de la Estabilidad Macroeconómica, 1880-1935* afirman que “un vago consenso sugiere que en dicho período aconteció algún tipo de desarrollo financiero, aunque no era todo lo que se hubiera podido esperar” y citan al reconocido trabajo de Carlos Díaz Alejandro, quien brinda evidencia de una significativa profundización financiera en el período de entreguerras.

Tampoco hay entre los estudiosos de este período una teoría concluyente sobre el desempeño macroeconómico de la Argentina. Carlos Díaz Alejandro (1970) propone una visión relativamente optimista marcando de algún modo que las tendencias de crecimiento de la década del veinte – con un paréntesis que abarca a los años de la Primera Guerra Mundial – siguen a las del período de fuerte crecimiento y rápida expansión previos a 1914. Por otro lado, Roberto Cortés Conde (1994) presenta una estimación del Producto Bruto Interno alternativa que sugiere un quiebre con respecto a las tendencias previas.

Particularmente, el desarrollo financiero en este período resulta ser un elemento central para entender de qué forma reaccionó y se adaptó la economía argentina ante el impactante shock externo que constituyó la Primera Guerra Mundial.

“Los lazos políticos y económicos internacionales comenzaron a disolverse en la atmósfera autárquica luego de la Primera Guerra Mundial, con implicancias para los mercados mundiales, y especialmente para la movilidad internacional de capital. Los países con escasez de ahorros, como la Argentina, cuyo desarrollo previo había sido construido en torno a una fuerte dependencia de préstamos externos, estaban destinados a sufrir una mayor tensión de las restricciones de capital, a menos que pudieran movilizar y asignar fuentes domésticas de capital para sustituir la oferta de capital extranjero, que mostraba una rápida y fuerte contracción” (della Paolera y Taylor, 2003, p.163)

El propósito de este trabajo es buscar un enfoque alternativo a la importancia relativa del desarrollo financiero de la Argentina durante la década del veinte. Como sólo se tendrán en cuenta aspectos financieros y monetarios, la periodización elegida se corresponde con dos cambios en las reglas de juego monetarias y financieras. El 8 de agosto de 1914 el gobierno decidió suspender la convertibilidad en la Caja de Conversión (hasta 1927, la Argentina se mantiene fuera del régimen de patrón oro). Y el 28 de mayo de 1935 se creó el Banco Central de la República Argentina, sustituyendo a la Caja de Conversión, vigente desde 1899.

En la sección II se presenta un estado de la cuestión sobre la literatura relativa al vínculo entre el desarrollo de los mercados financieros y el crecimiento económico. Debido a la gran cantidad de artículos que abarcan estos temas, se buscó presentar a los debates principales de esta literatura reseñando aquellos trabajos más importantes de forma sintética. La sección III busca situar al lector en el contexto histórico del sistema bancario previo a la década del veinte, haciéndose una aclaración sobre la limitación para trabajar con datos estadísticos de este período. La sección IV analiza las regulaciones y medidas que se adoptaron ante el shock de la Primera Guerra Mundial en una economía pequeña y abierta, bajo las estrictas reglas de un tipo de cambio fijo – la Caja de Conversión al mando de la oferta monetaria – y sin prestamista de última instancia, para intentar mostrar las consecuencias que las mismas tuvieron sobre la forma y las características que adoptó el sistema bancario argentino hasta los inicios de la Gran Depresión.

En la sección V se hace foco en la década del veinte. En una primera parte se presentan indicadores financieros y se compara el ratio Crédito/PBI utilizado por della Paolera y Taylor analizando detalladamente la forma en que éste fue construido por los autores y proponiendo uno distinto que intente reflejar más adecuadamente el volumen de crédito efectivamente intermediado por los bancos. della Paolera y Taylor excluyen al BNA cuando construyen el índice de Crédito Neto/PBI (NETCREDIT/PBI) argumentando que durante este período el BNA actuó como agente financiero del Gobierno Nacional. Sin embargo, utilizando como fuente la publicación del BNA (*El Banco de la Nación Argentina en su Cincuentenario*, Buenos Aires, Banco de la Nación Argentina, 1941), se incorporarán los préstamos que éste otorgó durante el período estudiado al sector agrícola (para financiar las cosechas) como así también la importancia que adquirieron los créditos personales que el banco comenzó a otorgar cada vez con mayor facilidad (a sola firma) a “cualquier hombre de trabajo, de buenos antecedentes y con algún pequeño caudal” (Banco de la Nación Argentina, 1941). Se muestra también el desarrollo que tuvo el BNA tanto a través del crecimiento de la cantidad de sucursales en el interior del país, como en el crecimiento

de los depósitos. Si bien es preciso distinguir el rol “público” del rol “privado”, particularmente en las sucursales del interior del país, cuyo crecimiento en esta época es notable, es indispensable considerar la actividad de este banco y subrayar la existencia de un posible desplazamiento sobre la actividad de los otros bancos nacionales y extranjeros, que no sólo contaban con menos sucursales sino que no evidenciaban una política orientada al sector agropecuario.

En una segunda parte de esta sección se analizará también con detalle el lado monetario y la creación de dinero bancario. della Paolera y Taylor terminan comparando el grado de desarrollo financiero en la Argentina respecto de otros países mirando sólo un indicador del grado de profundización financiera de la economía: la oferta monetaria relativa al nivel de producto (M3/PBI). Sostienen, a su vez, que el lado monetario se mantiene estable con la Caja de Conversión al mando de la oferta monetaria. Sin embargo, luego de la Primera Guerra Mundial los países que utilizan para comparar (Gran Bretaña, Alemania, Estados Unidos, España, Portugal e Italia) salen del Patrón Oro y retornan recién a partir de 1925, mientras que Argentina se mantiene apegada a las estrictas reglas de juego que este régimen establecía. Por ello, se lleva a cabo un análisis más detallado a partir de las variaciones del circulante y los depósitos de estos países, relativo a su nivel de producto, que permite identificar cuando los cambios en el indicador M3/PBI responden a aumentos de la creación de dinero bancario o a alteraciones en la base monetaria, como consecuencia de que ya no estaban atados a emitir exclusivamente a partir de la cantidad de reservas de oro que atesoraban.

Finalmente, se presentan las conclusiones en la sección VI.

## II. DESARROLLO FINANCIERO – CRECIMIENTO ECONÓMICO

Si bien en la actualidad el vínculo entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico parece haber sido finalmente establecido a través de gran cantidad de trabajos teóricos y empíricos que dan sustento de la relación, este tema sigue dando origen a interesantes debates. Levine (1997) sostiene al respecto que hay tres posiciones principales que se distinguen en la literatura en relación a la importancia que el sistema financiero tiene sobre el crecimiento económico.

En primer lugar se encuentran aquellos autores que creen en esta relación, aunque por diversas razones. Ya en 1873, Walter Bagehot atribuyó al sistema financiero un rol primordial como impulsor de la industrialización inglesa a partir de la movilización del capital. La movilidad del capital va a ser también el canal a partir del cual John Hicks (1969) confirma la importancia de los servicios financieros en el crecimiento del nivel de actividad real de la economía. Por otro lado, Joseph Schumpeter (1912) sostiene que el buen funcionamiento de un sistema bancario permite la innovación tecnológica al identificar y brindar fondos a aquellos emprendedores que cuenten con las mejores oportunidades para implementar satisfactoriamente productos y procesos innovadores. Luego, si bien en este caso no se resalta a la acumulación de capital que permite el desarrollo financiero como uno de los canales para alcanzar el crecimiento económico, el autor hace énfasis en la importancia que los servicios financieros tienen sobre la innovación tecnológica que muchos modelos teóricos rescatan como otro de los canales de crecimiento.

Una segunda posición es la que resalta una posible causalidad inversa. En este caso, el desarrollo económico es el factor que genera una demanda por un tipo particular de arreglos financieros y el sistema financiero simplemente responde de manera automática a estas demandas. Esta posición es la que mantiene Joan Robinson (1952, p. 86): “by and large it seems to be the case that where Enterprise leads Finance follows”. El problema de la causalidad inversa fue notado por gran cantidad de autores ya que genera enormes problemas a la hora de realizar estudios empíricos. La razón es que si la demanda por servicios financieros genera su propia oferta, los resultados de las regresiones podrían estar siendo sensiblemente sesgados. Al respecto, Freixas y Rochet (2008, p. 209) señalan que la correlación entre crecimiento y el nivel de desarrollo del sistema financiero puede estar simplemente reflejando que los países con mejor nivel de ingresos consumen más cantidad de servicios financieros. En otros términos, si se considera al sistema financiero

como un “bien superior” (i.e., su demanda aumenta más que proporcionalmente ante un aumento de la riqueza), claramente podrían estar enfrentándose problemas de causalidad.

Finalmente, ciertos autores directamente no creen que la relación desarrollo financiero – crecimiento económico sea importante. Robert Lucas (1988) se encuentra entre este grupo de autores junto con otros conocidos como “*development economics*”, quienes expresan su escepticismo acerca del rol del sistema financiero y lo ignoran en sus modelos ya que creen que el papel que tienen los factores financieros en el crecimiento económico está sobrevalorado.

## II.1 | Funciones del Sistema Financiero

En otro apartado de su trabajo, Levine (1997) se dedica a explorar las funciones del sistema financiero y detalla que la teoría sugiere que los instrumentos, mercados e instituciones financieras surgen para mitigar los costos de transacción e información. De esta forma, los sistemas financieros exitosos influyen las tasas de ahorro, las decisiones de inversión, las innovaciones tecnológicas y las tasas de crecimiento de largo plazo de las economías. A mayor grado de complejidad y desarrollo de las funciones del sistema financiero que describe Levine (1997)<sup>1</sup> que ocurren a través de dos canales principales (la acumulación de capital y la innovación tecnológica) se alcanzará un mayor crecimiento económico.

En particular nos interesa de este enfoque la función de movilización del ahorro que permite el desarrollo del sistema financiero para intentar buscar una explicación sobre la forma en que la acumulación de capital en regiones donde las instituciones financieras no estaban presentes permite una mejora en el desarrollo económico.

“Mobilization – pooling – involves the agglomeration of capital from disparate savers for investment. Without access to multiple investors, many production processes would be constrained to economically inefficient scales” (Levine, 1997, p. 699)

La movilización de recursos es costosa para un intermediario financiero. Los mismos se especializan en reducir las fricciones del mercado originados a partir de los costos de transacción e información. Para ello deben captar el ahorro de diferentes individuos y mitigar las asimetrías de información entre ahorristas e inversores para lograr que los

---

<sup>1</sup> “Specifically, financial systems facilitate the trading, hedging, diversifying, and pooling of risk; allocate resources; monitor managers and exert corporate control; mobilize savings; and facilitate the exchange of goods and services.” (Levine, 1997, p. 691.)

primeros confíen en transferir el control de sus fondos a esta institución. Cuanto mayores son estos costos, la retribución que recibe el capital se aleja cada vez más de su productividad marginal porque no permiten que se internalicen los efectos de la intermediación. Por esta razón, los intermediarios requieren de cierta reputación o de las garantías del gobierno<sup>2</sup> para dar señales a los inversores.

En este sentido, en el caso de Argentina las provincias del interior del país pueden proveer un interesante ejemplo ya que en el período que abarca este trabajo se registra un enorme crecimiento de creación de sucursales del BNA (pasando de tener 136 en 1914 a 240 en 1935) que permiten el acceso al crédito a gran cantidad de productores rurales. Guizo, Sapienza y Singales (2004) realizan un interesante estudio en el cual analizan evidencia empírica para testear si el desarrollo del sistema financiero local impacta sobre el crecimiento económico de una determinada región. Tomando este trabajo como referencia, un buen indicador de desarrollo financiero en las provincias del interior podría ser la facilidad con la que los productores necesitados de fondos externos pueden acceder efectivamente a ellos, lo cual se vería reflejado por el *premium* que deben pagar para conseguirlos. Seguramente la instalación de sucursales del BNA permitió el acceso a un número mucho mayor de productores y a un precio muy inferior respecto del que cobraban los “almacenes de ramos generales” cuando entregaban fondos para financiar las cosechas. No obstante, conseguir evidencia para sostener o rechazar esta hipótesis es una tarea muy compleja tomando en cuenta la limitación de información con la que se cuenta. Trabajar con datos poco confiables o con proxies construidas ad-hoc podrá hacernos incurrir en errores conceptuales que buscamos evitar<sup>3</sup>.

## II.2 | Teoría y Evidencia Empírica

Numerosos autores están convencidos de que los sistemas financieros son una característica fundamental del proceso de desarrollo económico. Levine (1997) afirma que un buen nivel de comprensión de los factores que subyacen al crecimiento económico requiere un mejor y más profundo entendimiento de la evolución y estructura del sistema financiero.

---

<sup>2</sup> Se mostrará más adelante que en el caso argentino la institución por excelencia que cumplía con ambas condiciones es el Banco de la Nación Argentina.

<sup>3</sup> Por ejemplo, podríamos incurrir en problemas de causalidad inversa (i.e., el BNA abrirá mayor cantidad de sucursales en la provincias donde hay mayor demanda) por contar con una cantidad de variables pertinentes limitada que no permita aislar correctamente ciertos efectos.

Reseñar la enorme y creciente cantidad de artículos al respecto excede el propósito de este trabajo<sup>4</sup>. No obstante, consideramos que este tema es central en particular para el análisis de países en vías de desarrollo porque cualquier explicación del fenómeno tiene en el fondo una recomendación de política y por ello ha sido objeto de muchas contribuciones. El notable progreso de la investigación empírica posibilita también una mayor rigurosidad para el tratamiento del tema como consecuencia de lo cual el debate ha atravesado muchos cambios en su forma (Freixas y Rochet, 2008). Se intentará realizar una síntesis partiendo de los diferentes enfoques que los autores han utilizado para brindar su explicación del fenómeno resaltando los trabajos más influyentes y aquellos que pueden ser de utilidad para iluminar un análisis para el caso argentino.

### *Cross Country studies*

En un artículo pionero, Goldsmith (1969) lleva a cabo un análisis para una gran variedad de países buscando encontrar algún vínculo entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. Para ello, utiliza el valor de los activos de los intermediarios financieros en relación al producto como medida de desarrollo financiero. El supuesto detrás de este estudio es que el tamaño del sistema financiero está positivamente correlacionado con la provisión y la calidad de los servicios financieros.

Goldsmith encuentra que existe una correlación positiva entre crecimiento económico (medido a partir del producto real per cápita) y el grado de sofisticación y desarrollo del sector financiero<sup>5</sup>. Atribuye la correlación positiva al efecto que tiene el desarrollo financiero al alentar una utilización más eficiente del stock de capital. Al mismo tiempo, el proceso de crecimiento tiene un efecto de retroalimentación en los mercados financieros que crea incentivos para un mayor grado de desarrollo financiero.

Dos artículos posteriores, McKinnon (1973) y Shaw (1973), se dedican a extender el argumento original de Goldsmith (1969) afirmando que la profundización financiera implica, además de mayor grado de productividad del capital, una mayor tasa de ahorro y, en consecuencia, un mayor volumen de inversión<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> Se recomienda leer los excelentes trabajos de reseña de De Gregorio y Guidotti (1995), Levine (1997 y 2005) y Freixas y Rochet (2008). Todos estos trabajos junto otros artículos imprescindibles fueron utilizados como fuentes para elaborar esta síntesis.

<sup>5</sup> "Irrespective of whether or not the existence and development of a financial superstructure increases the aggregate volume of saving and investment and thus accelerates the rate of economic growth beyond what would have otherwise been, there is no doubt that it results in a different allocation of capital expenditures among within sectors, types of tangible assets, and regions." (Goldsmith, 1969, p. 398)

<sup>6</sup> Si bien no aplica al período de estudio que abarca este trabajo, el argumento de estos autores va a ser cuestionado por un prestigioso estudioso de la economía argentina, Carlos F. Díaz Alejandro, quien señala que



King y Levine (1993) llevan a cabo la primera contribución empírica que establece que el grado de desarrollo financiero es un buen predictor del crecimiento económico futuro, de la acumulación futura de capital físico y de las mejoras en la eficiencia económica. Este trabajo sigue la línea de Goldsmith (1969) pero soluciona alguna de sus debilidades ya que los autores controlan por otros factores que afectan el crecimiento de largo plazo y construyen indicadores adicionales para el nivel de desarrollo financiero.

La Porta, López de Silanes y Shleifer (2002) enfocan su trabajo a partir de un indicador alternativo de desarrollo financiero: el grado de propiedad pública (public ownership) de los bancos alrededor del mundo. El supuesto de los autores es que los bancos públicos son menos efectivos en cumplir sus funciones, lo que provee evidencia directa de la conexión entre el crecimiento económico y los servicios que proveen los intermediarios financieros. Encuentran que grados de propiedad pública más altos están asociados con un nivel de crecimiento económico más lento.

Finalmente, un trabajo que se aleja en parte de los anteriores es el de Guiso, Sapienza y Zingales (2004), quienes estudian el desarrollo financiero de las regiones dentro de un país (Italia). Este enfoque puede servirnos como marco de referencia para estudiar en el caso argentino el impacto del desarrollo financiero de las provincias del interior en el nivel de crecimiento de esa región. Los autores muestran que hay más probabilidad de que ingresen nuevas firmas en las regiones de Italia con mayor desarrollo financiero.

*La relevancia de la estructura: ¿Bancos o Mercado?*

¿Una estructura financiera basada en bancos es mejor que una basada en mercados para fomentar el desarrollo? Freixas y Rochet (2008) arriesgan una hipótesis al respecto:

“It is quite possible that in environments with low contractual enforcement and limited legal protection, or in an economy with small firms and illiquid security markets, bank monitoring performs better than arm’s-length lending, whereas in the opposite type of environments market-based financial structures perform better.” (Freixas y Rochet, 2008, p. 210)

---

la experiencia de América Latina – en la década de 1970 y 1980 – muestra que el desarrollo financiero no es exitoso para incrementar el ahorro. Luego, la mayor contribución del desarrollo financiero hacia el crecimiento tiene que ver con el aumento de la productividad marginal del capital (en tanto se demuestre exitoso en resolver las fricciones del mercado – i.e., disminuyan los costos de transacción e información –) y no con el volumen de ahorro e inversión. (Díaz Alejandro, 1985)

El propósito de este tipo de trabajos es estudiar un aspecto específico del desarrollo financiero que puede resultar crucial para el desarrollo económico: distinguir entre el rol de los bancos y el rol de los mercados.

En este sentido, Tadesse (2002) encuentra que entre los países con sistemas financieros desarrollados, aquellos basados en el mercado tienen mejor performance que los países basados en el sistema bancario, mientras que lo contrario es cierto para países con sistemas financieros menos desarrollados. Además, los países en donde dominan las firmas pequeñas crecen más rápido con sistemas basados en bancos, lo cual es consistente con el rol que los bancos ejercen al monitorear a los emprendedores y vincularse con los inversores.

Sin embargo, Levine (2002) encuentra que luego de controlar por diferentes indicadores de desarrollo financiero, la información sobre la estructura financiera no ayuda a explicar las diferencias en el desarrollo financiero entre países. Luego, distinguir entre sistemas financieros basados en bancos y en mercados no resulta del todo importante para comprender el proceso de crecimiento económico. Estos resultados son también compartidos por otros autores.

De todos modos, estas conclusiones no implican que la estructura institucional no sea importante para el crecimiento. Por el contrario, los resultados sugieren que no hay una estructura institucional óptima para proveer funciones financieras que mejoren el crecimiento de una economía (Merton y Bodie, 2004) y que las particularidades del desarrollo histórico de los sistemas financieros en cada país influyen en forma significativa en sus respectivas estructuras institucionales (Allen y Gale 2000).

### *Estudios a nivel industrial y de firmas*

En este tipo de trabajos se emplean datos a nivel industrial y a nivel de firma de distintos países para resolver problemas de causalidad y para documentar con mayor nivel de detalle los mecanismos a partir de los cuales el sistema financiero influye el crecimiento económico.

Quizás el trabajo más reconocido al respecto es el de Rajan y Zingales (1998), quienes testean si el efecto del desarrollo financiero en el crecimiento es mayor para firmas que son más dependientes de fondos externos. Suponen para esto que costos más bajos para conseguir financiación externa facilitan el crecimiento de las empresas y la formación de

nuevas firmas. Esto les permite estudiar un mecanismo particular en lugar de simplemente buscar vínculos entre sistema financiero y crecimiento.

Claessens y Laeven (2005) muestran que las industrias que son naturalmente grandes usuarias de financiamiento externo crecen más rápido en países con un sistema bancario más competitivo. La competencia del sector bancario fomenta el crecimiento a través de mejoras en los servicios financieros.

Finalmente, Beck, Demirgüç-Kunt y Maksimovic (2004) muestran que las industrias que están compuestas naturalmente por firmas pequeñas crecen más rápido en países con sistemas financieros mejor desarrollados. Estos resultados son consistentes con la visión que afirma que las firmas más chicas enfrentan barreras de información y contractuales más fuertes que las firmas grandes para conseguir fondos, por lo que el desarrollo financiero es particularmente importante para el crecimiento de industrias que por razones tecnológicas están compuestas por firmas pequeñas.

#### *Otros factores: el sistema legal subyacente y las instituciones políticas*

Mientras que la emergencia de sistemas financieros que disminuyen los costos de transacción e información pueden ser cruciales para acelerar el crecimiento económico, el mix de mercados e intermediarios que maximicen la tasa de crecimiento puede depender de otro tipo de factores (legales, regulatorios, políticos, etc.) que no han sido adecuadamente incorporados en las investigaciones teóricas y empíricas actuales.

Roubini y Sala-i-Martin (1992) enfatizan el rol de las políticas públicas a través de un modelo en el cual la represión financiera se convierte en una herramienta que utilizan los gobiernos para ampliar la base del impuesto inflacionario. La represión financiera reduce la productividad del capital y hace descender el ahorro. Claramente entonces, la represión financiera obstaculiza el crecimiento.

Beck, Levine y Loayza (2000) apuntan en este sentido dos hechos particulares: (1) el desarrollo del sector bancario ejerce un efecto positivo en el crecimiento y (2) el sistema legal y de rendición de cuentas (accountability) explican las diferencias en el nivel de desarrollo financiero. El vínculo causal va entonces de una mejor aplicación (enforcement) de contratos y prácticas de rendición de cuentas (accounting) más rigurosas a un mejor desarrollo financiero, y de esto a un mayor nivel de crecimiento económico.

## II.3 | El Impacto de las Crisis Financieras Sobre el Nivel de Crecimiento.

La tesis de Bernanke respecto de la Gran Depresión. El vínculo entre deflación y depresión.

Este trabajo se propone analizar el desempeño financiero de la Argentina en un período coincidente desde el punto de vista temporal con el “desacople” respecto de las tendencias de crecimiento del resto de las potencias desarrolladas. A raíz de esto, el famoso trabajo de Ben Bernanke (1983) puede aportar ideas muy enriquecedoras, sobre todo teniendo en cuenta que el autor desarrolla su artículo para explicar efectos de propagación de la Gran Depresión que no estén abarcados por las teorías monetarias predominantes hasta el momento (principalmente Friedman y Schwartz, 1963; Temin, 1989 y Eichengreen, 1992).

Ante la coincidencia temporal entre la crisis financiera y la caída del producto de la economía que confirma la evidencia, una explicación plausible es que el sistema financiero simplemente respondió a esta caída del producto. Sin embargo, Bernanke sostiene que esta explicación deja de lado el hecho que los problemas del sistema financiero precedieron a las caídas del producto. El autor reseña que una de las explicaciones que enfatiza esta dirección de causalidad es la de Friedman y Schwartz, quienes atribuyen el problema a la caída en la oferta de dinero como consecuencia de las dificultades de los bancos para otorgar préstamos. Reforzando este efecto, las quiebras de los bancos que se suceden en este período en Estados Unidos, ocasionan una importante reducción de dinero ya que los depósitos existentes en estos bancos pasan a ser simplemente obligaciones quirografarias. No obstante, Bernanke analiza evidencia a lo largo de su trabajo que le permite mostrar que esta explicación no es completa, principalmente, porque la reducción de la oferta de dinero no es cuantitativamente suficiente para explicar la subsiguiente caída del producto.

Sintéticamente, la hipótesis de Bernanke es la siguiente:

“...because markets for financial claims are incomplete, intermediation between some classes of borrowers and lenders requires nontrivial market-making and information-gathering services. The disruptions of 1930-33 (...) reduced the effectiveness of the financial sector as a whole in performing these services. As the real costs of intermediation increased, some borrowers (especially households, farmers, and small firms) found credit to be expensive and difficult to obtain. The effects of this credit squeeze on aggregate demand helped convert the severe but not unprecedented downturn of 1929-30 into a protracted depression.” (Bernanke, 1983, p. 257)

Bernanke es el primer autor en enfatizar los efectos de la crisis financiera en el costo real de la intermediación crediticia. Sostiene entonces que las corridas a los bancos y los extensos defaults pueden haber reducido la eficiencia del sector financiero en el desenvolvimiento de sus funciones como intermediarios. Al mismo tiempo, esta reducción de eficiencia del sector puede haber repercutido sobre el nivel de producto. Estos son los efectos reales sobre el desempeño macroeconómico que el colapso financiero de la década de 1930 puede haber ocasionado, por fuera de los efectos a través del canal monetario.

Bernanke está de acuerdo en que, como sostienen Friedman y Schwartz, la oferta de dinero fue un factor importante en 1930-33 pero duda de que sólo esto explique en forma completa la conexión entre el sector financiero y el nivel de producto de la economía. Este va a ser el factor que motiva el estudio que lleva a cabo sobre la existencia de un canal no-monetario a través del cual la economía pueda haber sufrido un impacto adicional como consecuencia de la reducción de la calidad de ciertos servicios financieros. Pero para esto, sostiene el autor, debe mostrarse que la disrupción del sector financiero a causa de la crisis bancaria y de la crisis del mercado de deuda aumentó el costo real de la intermediación para luego establecer un vínculo entre estos mayores costos de intermediación y la caída del producto. Para ello desarrolla su argumento sobre el “costo de intermediación crediticia” (cost of credit intermediation, CCI), definido como el costo de canalizar fondos desde el último ahorrista hasta las manos de un buen prestatario. Este costo incluye los costos contables, de screening y de monitoreo y a los costos derivados de las pérdidas esperadas de los malos prestatarios. A partir de la especialización en su actividad, presumiblemente los bancos eligen los procedimientos operativos que minimizan el CCI.

Bernanke realiza también una descripción de la forma en que la crisis financiera de la década de 1930 impacta sobre la eficiencia del proceso de asignación de crédito (i.e., en el CCI). Estos argumentos pueden resultar interesantes para entender el vínculo entre el desarrollo financiero argentino y el crecimiento de la economía, y en particular para comprender de qué forma los cambios de composición del sistema bancario pueden estar reflejando problemas de eficiencia. Ante una posible corrida se generan en el sistema bancario una gran salida de depósitos, aumentos en el ratio Reservas/Depósitos por precaución y un mayor deseo de los bancos por tener en su portafolio activos lo más

líquidos posibles<sup>7</sup>. Inevitablemente estos factores fuerzan una contracción en el rol de intermediación que juega el sistema bancario.

Si pudiéramos encontrar evidencia que refleje que en la década del veinte los depósitos fluyen desde los bancos domésticos y extranjeros hacia el BNA, en lugar de contraerse el rol de intermediación que juega el sistema bancario, lo que podrá argumentarse en este caso es únicamente la pérdida de eficiencia financiera con un consecuente aumento del CCI (aunque es una medida casi imposible de medir con los datos disponibles) al perderse el expertise, la información y la relación con los clientes acumulado por los bancos domésticos y extranjeros. Pero si esto ocurre, no sólo el sistema no se contraerá sino que se expandirá a partir de una mayor captación de ahorro por parte del BNA, gracias a que éste es el banco oficial con garantías implícitas por parte del Estado Nacional y por lo tanto es plausible suponer que no esté sujeto a corridas. Esta expansión del sistema bancario en general se verá fuertemente complementada con la política de impulso hacia a los prestamos del sector agrícola y ganadero que se produce en el período, reflejado a partir de un aumento de la creación de sucursales en el interior del país que permiten captar el ahorro cautivo. El BNA entonces, con un pasivo fuertemente incrementado, puede aumentar el volumen de crédito intermediado no sólo al sector gobierno sino (y esto es lo que nos interesa) hacia ciertos sectores del ámbito privado. Más adelante argumentaremos que esta es una de las diferencias relevantes al distinguir el BNA de un Banco Central que pueda actuar como Prestamista de Última Instancia.

### *El Problema de la Deflación*

En otro trabajo junto a Harold James (Bernanke y James, 1991), los autores hacen foco en los efectos perturbadores que la deflación genera sobre el sistema financiero y, en particular, el sistema bancario.

“Theory suggests that falling prices, by reducing the net worth of Banks and borrowers, can affect flows of credit and thus real activity” (Bernanke y James, 1991)

Luego, sostienen que además de los pánicos a los que está sujeto un sistema bancario basado en reservas fraccionarias, la caída de precios (deflación) genera un potencial efecto

---

<sup>7</sup> Para el caso de la Argentina se analizará más adelante además de la evolución del ratio Reservas/Depósitos, el ratio Circulante/Depósitos y el Multiplicador.

adverso sobre el sector financiero. Esto es lo que Irving Fisher postulo en 1933 en el primer número de la revista *Econometrica: Debt-deflation*.

Un efecto particular que no fue considerado por la literatura hasta la aparición del trabajo de Bernanke y James (1991) a partir del cual la deflación (caída del nivel general de los precios) puede inducir la depresión (entendida como la caída del nivel de producto de la economía) es a través del efecto que la deflación genera sobre la operación del sistema financiero. Explican los autores que los instrumentos de deuda (incluyendo los depósitos) son típicamente fijados en términos nominales. La deflación entonces debilita la posición financiera de los prestatarios, tanto a las firmas del sector no financiero como a los intermediarios financieros.

En el caso particular de los bancos, los pasivos (depósitos) son fijados en términos nominales. Del lado del activo, dependiendo del tipo de banco, encontramos principalmente instrumentos de deuda o una combinación de deuda y *equity*<sup>8</sup>. Luego, el pasivo del banco está fijado en términos nominales mientras que el activo en términos reales por lo que una deflación no anticipada comienza a presionar sobre la posición de capital del banco de forma inmediata. A medida que las presiones sobre el capital del banco se incrementan, el normal funcionamiento de dicha institución es alterado. Por ejemplo, deberá tener que negar el otorgamiento de ciertos préstamos (*credit rationing*) y, eventualmente, el capital se agotará generando incentivos de los depositantes a correr, llevando al banco a la quiebra. El resultado final, concluyen los autores, es usualmente el control por parte del gobierno del proceso de intermediación financiera.

De esta forma, la contracción del sistema financiero como consecuencia de las pérdidas en los servicios de intermediación crediticia tendrá un efecto sobre el nivel de actividad real de la economía.

della Paolera y Ortiz (1994) se aproximan a la hipótesis de Bernanke y James cuando analizan la crisis cambiaria que se produce en la Argentina en 1914 como consecuencia del estallido de la Primera Guerra Mundial:

---

<sup>8</sup> Henry Simon, profesor de Milton Friedman y perteneciente a la “Escuela de Chicago”, proponía modificar la arquitectura financiera de Estados Unidos en dos tipos de instituciones. Por una lado deberían existir Bancos de Depósitos, con un sistema de 100% de reservas, y por otro lado Bancos de Inversión, donde los inversores tendrían *equity*

“El deterioro súbito intracíclico de este grupo de indicadores financieros tales como el valor de los activos inmuebles, de la tierra, las insolvencias comerciales y la contracción en el volumen de depósitos preanunciaban las dificultades del sistema financiero puesto que en un ambiente de negocios deflacionista se verifica un cambio en el valor relativo de los activos y pasivos de los bancos. Con deflación, los agentes económicos aprecian la liquidez lo que implica un aumento en el valor relativo del circulante en relación a los depósitos (pasivos de los bancos) y una disminución en la propensión a estar invertidos en activos ilíquidos (activos que típicamente forman parte de la cartera de los bancos). Esta tendencia termina por deteriorar los indicadores de liquidez y solvencia del sistema financiero.” (della Paolera y Ortiz, 1994, p.45)

Sin embargo, no llegan al punto de extender su análisis a una potencial desaceleración de la economía como consecuencia del “ambiente de negocios deflacionista” y sólo toman en cuenta las distorsiones que provoca sobre el sistema financiero la baja de precios para el año 1914.

En la literatura sobre la economía argentina de la década del veinte no abundan los estudios que tomen en cuenta a la deflación como uno de los factores que impacta sobre el producto agregado de la economía. En el Gráfico 1 se muestra la variación anual del Índice de Precios Mayoristas (IPM), para ver en alguna medida de qué forma va a ser afectada la rentabilidad de los productores<sup>9</sup>:

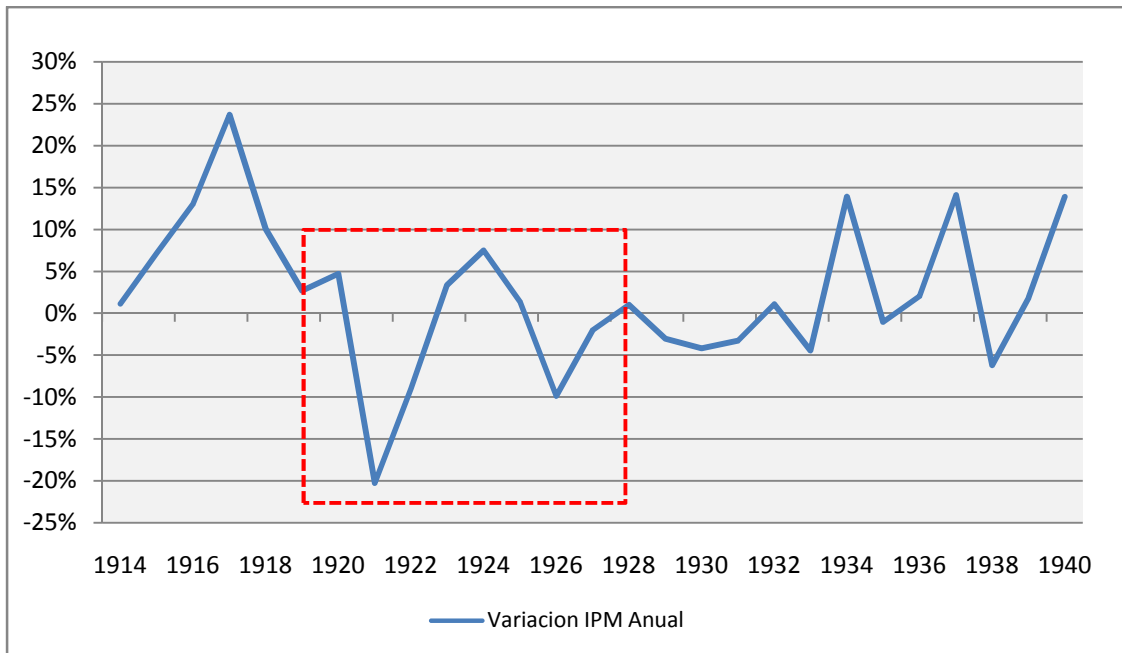
Universidad de  
San Andrés

---

<sup>9</sup> Si en lugar de mirar el comportamiento del IPM tomamos en cuenta la serie de Índice de Precio al Consumidor (IPC) para el mismo período, los períodos de inflación y deflación coinciden aunque con diferentes magnitudes. Sin embargo aquí se quiere hacer foco en la situación de los productores y no en el costo de vida de los consumidores.



**Gráfico 1: Variación Anual del Índice de Precios Mayoristas. 1914-1940**

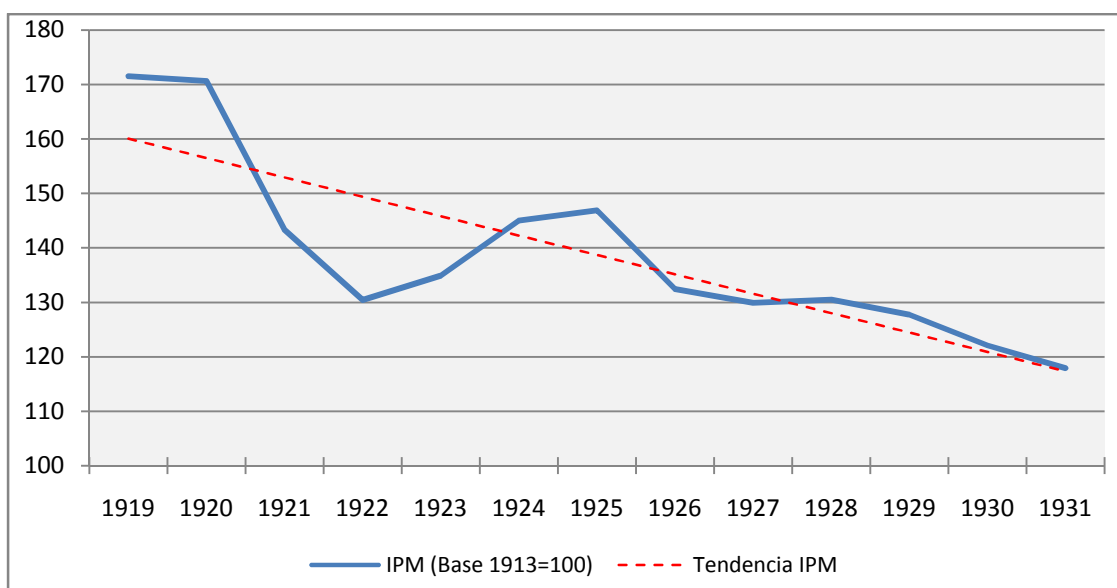


*Fuente: Comité Nacional de Geografía (1941)*

della Paolera y Ortiz sostienen también que la caída en este índice está asociada al precio internacional de los bienes exportables, los cuales en el año 1921 caen fuertemente como consecuencia de la pérdida de valor de la libra esterlina (que pierde un 25% de su valor frente al dólar americano). No es casual ver entonces que en este año los precios al por mayor caen un 20,6%.

El Gráfico 2 muestra en niveles la serie de Índice de Precios Mayorista con foco en la década del veinte.

**Gráfico 2: Serie Anual del Índice de Precios Mayoristas. Base 1913=100**



*Fuente:* Comité Nacional de Geografía (1941)

Es relativamente sencillo mostrar que a lo largo de la década del veinte la economía argentina atravesó un período de ajuste en materia de precios. Sumado a esto, la literatura distingue a la década del treinta como una década deflacionaria. Sin embargo, los datos disponibles no proporcionan herramientas suficientes para extender el análisis de forma tal de mostrar en qué modo la deflación pudo haber afectado al sistema financiero<sup>10</sup> y, con esto, al nivel de crecimiento del producto agregado. Al menos una aproximación de las dificultades financieras y económicas que la caída de precios puede haber ocasionado puede obtenerse en función del comportamiento de la tasa de interés real.

Entre 1920 y 1930, la tasa nominal de descuento de los bancos particulares fue de 7% en promedio (con un máximo de 7,8% en 1920 y un mínimo de 6,3% en 1928).

<sup>10</sup> En un artículo publicado en 1932, Prebisch sostiene lo siguiente bajo el subtítulo “El Desastre de la Baja de Precios”: “Los arrendamientos sufrirán una baja más intensa que la actual, que si en sí misma no podría ser considerada desfavorable – según se la mire – **tendría efectos desastrosos para el crédito hipotecario y comercial**, que reposan directa o indirectamente en el valor de la tierra. Las consecuencias sociales de esa caída de los precios serán extremadamente graves, no sólo en la campaña, sino también en los centros urbanos” (Prebisch, 1932, énfasis propio)

**Tabla 1: Tasa de Descuento en los Bancos Particulares (1920-1930)**

<b>AÑO</b>	<b>TASA</b>
1920	7,79
1921	7,72
1922	7,70
1923	6,51
1924	6,49
1925	7,41
1926	6,91
1927	6,92
1928	6,31
1929	6,86
1930	6,94

*Fuente:* Baiocco (1937)

Es llamativa la poca fluctuación de la tasa nominal en este período. Por el lado de los precios, los índices muestran variaciones mucho más acentuadas. Mientras que la tasa de inflación promedio en el mismo período fue de -3,2%, el máximo positivo fue 7% en 1924 y la mayor caída – ya mencionada – de -20,6% en 1921. Por lo tanto, la tasa de interés real promedio rondó los 3,8 puntos.

Luego, si la tasa de descuento nominal no ajustaba lo suficiente ante las variaciones en el nivel de precios, esto podía estar provocando ciertas dificultades en los negocios pues la tasa de interés real de la economía no era en rigor una tasa de equilibrio entre la oferta y demanda de fondos prestables en los mercados financieros. Este problema repercute finalmente sobre la economía real, ya que la tasa de interés es determinante para valorar negocios e inversiones.

### III. NOTAS HISTÓRICAS Y METODOLÓGICAS

#### III.1 | **Limitaciones a Partir de la Disponibilidad de Datos** Reseña de las Principales Fuentes Utilizadas

Desde el punto de vista estadístico, el estudio de la década del veinte en la Argentina resulta verdaderamente complejo. Esto se debe fundamentalmente a que la información económica y financiera relevante es presentada en todos los casos a través de series muy agregadas y de baja frecuencia. La capacidad de estimar y testear formalmente algunas de las hipótesis que se presentan en el desarrollo de las secciones resulta claramente limitada. Los resultados que se podrían obtener a partir de herramientas econométricas tenderían a proporcionar información sesgada e ineficiente por contar con datos con estas características.

A pesar de esto, se realizó un gran esfuerzo para conseguir las fuentes de información disponibles más confiables. Algunos indicadores originales fueron construidos a partir de un trabajo de análisis detallado de las fuentes, mientras que otros son tomados de reconocidos trabajos de especialistas. Cabe resaltar en este punto que muchos datos que resultarían sumamente útiles para replicar trabajos que tratan de temas similares pero para diferentes países o diferentes fechas son inexistentes para nuestro país (al menos entre 1914 y 1935).

Las fuentes estadísticas principales que fueron utilizadas a lo largo del trabajo son:

- **Baiocco (1937):** se trata de una publicación llevada a cabo por el Instituto de Economía Bancaria de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires. Pedro Baiocco dirigía este instituto y guiaba las investigaciones de varios alumnos. Muchas de las series fueron publicadas años antes (en 1929) bajo el título “Análisis Estadístico y Económico de Algunas Series Bancarias y Afines en el Período 1901-1927”. Es la principal fuente de información que presenta series de Depósitos, Préstamos, Existencias, Capital y Tasas de Descuento distinguiendo según tipo de banco: domésticos, extranjeros y BNA.
- **BNA (1941):** es un libro publicado para conmemorar el cincuentenario de la creación del Banco de la Nación Argentina e incluye en forma cronológica la evolución del banco. Presenta una serie un poco más detallada de los préstamos que entregaba y depósitos que recibía, pero solo referidos al BNA. Al mismo

tiempo, presenta información relevante sobre el desarrollo de las sucursales en el interior del país.

- **AGA (1941):** el Anuario Geográfico Argentino es una fuente oficial publicada por el Comité Nacional de Geografía. Recopila una cantidad de información muy variada con el propósito de brindar una visión global de la realidad geográfica del país. En particular se tomaron de esta publicación datos estadísticos monetarios y de producto que según se menciona en los agradecimientos de la publicación, fueron tomados de los archivos de investigación de Alejandro E. Bunge.
- **Mitchell (1992 y 1993):** se trata del reconocido trabajo estadístico de Brian Mitchell, que recopila una innumerable cantidad de series. Este trabajo fue utilizado principalmente para la sección de comparación internacional ya que cuenta con un detalle por países de América y Europa.
- **Historical Statistics of the United States (1975):** una publicación oficial del Instituto Estadístico de Estados Unidos (*Bureau of the Census*) de donde fueron tomados datos financieros de Estados Unidos. Presenta series que cubren desde el período colonial hasta 1970.

### III.2 | Crisis Bancarias y Prestamista de Última Instancia

Origen y visiones de la institución a través del tiempo. La demanda de liquidez de los bancos.

*"What is wanted and what is necessary to stop a panic is to diffuse the impression, that though money be dear, still money is to be had." (Bagehot, 1873, p. 64).*

Los sistemas bancarios basados en reservas fraccionarias están sujetos a pánicos (*banking panics*) ya que el importante efecto de contagio que se desarrolla cuando se produce una corrida a un banco o a una serie de bancos amenaza la solvencia de otras instituciones que bajo circunstancias normales serían solventes. Ante un caso como éste en donde los agentes desean convertir sus depósitos en dinero (circulante) y, como consecuencia de esto, los bancos comerciales buscan aumentar el ratio reservas/depósitos para poder afrontar el retiro de sus depositantes, la experiencia histórica brinda evidencia respecto de la necesidad de una autoridad monetaria para actuar como prestamista de última instancia. (Bordo, 1990).

Fueron Henry Thornton (1802) y Walter Bagehot (1873) quienes originalmente trazaron los principales elementos de la doctrina clásica del prestamista de última instancia: prestar sin límites a instituciones financieras solventes pero ilíquidas, a una tasa de penalidad y contra buen colateral valuado a precios de pre-crisis. Si bien la mayoría de los países cuenta hoy en día con una institución con estas características, hay diferentes visiones del rol que ésta debe cumplir. Freixas y Rochet (2008) las sintetizan de este modo:

- Goodhart (1987; 1995) sostiene que no es posible diferenciar en la práctica a los problemas de liquidez de los problemas de solvencia. Los bancos ilíquidos que precisan asistencia de un prestamista de última instancia están bajo sospecha de ser insolventes.
- Goodfriend y King (1988) argumentan que el prestamista de última instancia debería limitarse a efectuar operaciones de mercado abierto.
- Los defensores del *free banking* afirman que el mercado puede producir una asignación más eficiente que un prestamista de última instancia.
- Repullo (2005) muestra que las tasas de penalidad que defiende la doctrina clásica lleva a que los bancos incrementen sus incentivos a tomar riesgos.

En definitiva, concluyen Freixas y Rochet, las diferencias entre las distintas visiones de prestamista de última instancia radican en las discrepancias respecto del costo social que suponen las crisis bancarias. Desde el punto de vista teórico no hay dudas de que las mismas pueden ser útiles para disciplinar al mercado a partir de una transferencia de recursos desde instituciones débiles hacia instituciones más fuertes o confiables (*"flight to quality"*). Sin embargo, ante un shock externo, incluso ciertos bancos solventes pueden volverse insolventes ex-post como consecuencia de la caída del valor de sus activos por una temprana liquidación ante un aumento en la demanda de liquidez del público. El caso de la Argentina en 1914 provee de un interesante ejemplo de estos fenómenos, en particular, por no poseer un Banco Central que reúna las características centrales de un prestamista de última instancia. Pero es importante destacar, como se discutirá más adelante, que la mayoría de estos elementos (aunque no todos) ya estaban a disposición de una institución privada (el BNA) o, directamente, en manos del Gobierno Nacional.

### III.3 | Punto de Partida: El Sistema Bancario Argentino en 1914

Caracterización sintética

Siguiendo la caracterización utilizada por el monumental trabajo de Baiocco (1937), es posible distinguir en la Argentina de 1914 tres tipos de instituciones bancarias:

- **Banco de la Nación Argentina (BNA):** el banco oficial más importante del país
- **Bancos domésticos:** bancos fundados localmente por coaliciones de inmigrantes (entre otros, Banco de Italia y Río de la Plata, Nuevo Banco Italiano, Banco Comercial Italiano, Banco Español del Río de la Plata, Banco Británico de la América del Sud, Banco Anglo Sud Americano, Banco Francés del Río de la Plata, Banco Alemán Transatlántico, Banco Germánico, Banco Popular Argentino, Banco del Comercio y Banco Asturiano)
- **Bancos Extranjeros:** sucursales de bancos internacionales<sup>11</sup>.

El trabajo estadístico de Baiocco permite seguir algunas variables (Capital, Préstamos, Depósitos, Reservas, etc.) que pueden servir para construir indicadores que posibiliten caracterizar el comportamiento de los bancos según el origen de su capital. De esta forma es posible analizar la respuesta diferencial de los mismos ante la intensa dinámica que significó un shock de la magnitud de una Guerra Mundial y, a partir de ello, trazar hipótesis sobre la forma en que éste hecho condicionó (o determinó) el desempeño del sistema financiero argentino a lo largo de la década del veinte.

En la sección IV se analizará el accionar del BNA planteando un análisis más detallado sobre el impacto que tuvo la Primera Guerra Mundial y sobre las consecuencias que las regulaciones y medidas adoptadas tuvieron sobre cada tipo de banco. Para ello, es importante ahora tomar en cuenta ciertos rasgos sintéticos que caracterizan a los diferentes tipos de bancos. Esta distinción está basada sobre el trabajo de della Paolera y Taylor.

---

<sup>11</sup> La nómina no es extensa pero no pudo encontrarse un datalle de la cantidad de bancos. La publicación de Baiocco (1937) sólo los agrupa como "Bancos Extranjeros".

### *Prestamista de Última Instancia*

La principal distinción entre los bancos domésticos y los bancos extranjeros está asociada con la posibilidad de contar con un prestamista de última instancia. Hasta la creación del Banco Central en 1935, los bancos domésticos no contaban con otro instrumento más que los redescuentos en el BNA para evitar el riesgo sistémico y afrontar las corridas. Cuando enfrentaban crisis como la ocurrida en 1914, los bancos domésticos estaban forzados a exigir el repago de sus préstamos y sufrían grandes pérdidas de capital porque debían responder ante las corridas de los agentes. La transformación de la madurez de su cartera no era, en general, ni suficiente ni factible.

Una situación totalmente diferente afrontaban los bancos extranjeros:

“... podían evitar el riesgo sistémico a través del vínculo con una autoridad monetaria que actuara como prestamista de última instancia. Si la crisis era muy severa, entonces los bancos centrales podían intervenir – por ejemplo, la casa matriz del banco en Londres podía reunir el apoyo del Bank of England, como de hecho ocurrió en la crisis de Baring –.” (della Paolera y Taylor, 2003, p. 183.)

Además, al ser sucursales de bancos internacionales, este tipo de banco podía apoyarse en la diversificación internacional para amortiguar el impacto de la crisis o de la corrida, no sólo a partir de las ganancias generadas internacionalmente, sino también a través del acceso a cartas de crédito de los correspondientes bancos<sup>12</sup>. En otras palabras, podían confiar en sus casas matrices para sobreponerse a las crisis financieras como la de 1914.

### *Apalancamiento*

Los autores muestran que los bancos extranjeros tenían un grado de apalancamiento superior al de los bancos locales. Probablemente esto sea una consecuencia de las diferencias en las restricciones de capital y en las actitudes respecto de la tolerancia al riesgo de los activos. Por otro lado, el grado de apalancamiento está íntimamente vinculado con la posibilidad de obtener líneas de crédito de sus casas matrices y de contar con un prestamista de última instancia.

---

<sup>12</sup> Aunque en relación al período 1914-1939, los referidos autores afirman: “La evidencia sugiere que sólo los bancos extranjeros podían tener un endeudamiento neto respecto a sus correspondientes en el resto del mundo. Esto es, podían canalizar recursos del exterior, pero solo para inversión en activos muy seguros y de corto plazo” (della Paolera y Taylor, 2003)



A diferencia de los de capital extranjero, los bancos domésticos se basaban en su propio capital, sus reservas y en los depósitos que recibían para otorgar préstamos. Al contar con un mayor riesgo y menor liquidez en sus activos, estos debían reunir un mayor capital. Por el contrario, los bancos extranjeros se especializaban en financiar el comercio internacional (lo que implica particulares características de liquidación y buena cobertura del riesgo de colateral) lo que les confería una favorable combinación de riesgos y retornos.

### *Exposición al riesgo y liquidez*

Si bien no existe una base de datos que desagregue el tipo de préstamos que otorgaba cada tipo de banco ni se cuenta con información acerca de la liquidez de sus activos para la década del veinte, della Paolera y Taylor, usando datos del Censo Bancario de la República Argentina, 1925<sup>13</sup> afirman que para esa época los bancos domésticos contaban con una mayor proporción de préstamos a largo plazo e hipotecas y con mayor exposición a riesgo de cartera. Esto es consistente con el hecho de que los bancos externos tuvieron que acatarse al monitoreo y a las restricciones impuestas por sus casas matrices en el exterior.

Una importante observación radica en la falta de análisis de estos autores respecto del BNA. Si bien es parcialmente incorrecto tomar en cuenta a este banco para analizar el funcionamiento privado del sistema financiero, el BNA tuvo un importante rol como banco comercial desde 1907, año en que se aumentó su capital y, con esto, la llegada del mismo al público general. A partir de los datos que figuran en el libro *El Banco de la Nación Argentina en su Cincuentenario* (BNA, 1941) pueden obtenerse ciertos indicadores que permiten distinguir el accionar privado del accionar público del BNA. Si se toma en cuenta la importante participación del BNA en el sistema financiero argentino, excluirlo del análisis puede llevar a sostener conclusiones sesgadas<sup>14</sup>.

---

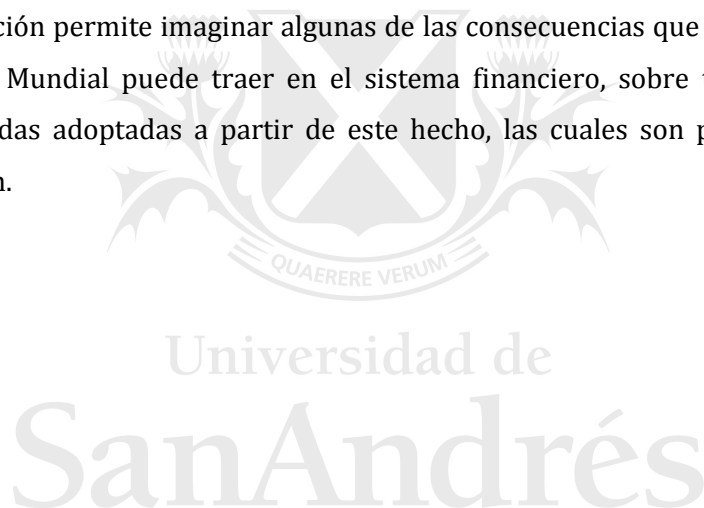
<sup>13</sup> Dirección General de Estadística, República Argentina (1926).

<sup>14</sup> della Paolera y Taylor (2003) sostienen lo siguiente en la conclusión del Capítulo 7 de su libro: “Los bancos domésticos no pudieron llenar el vacío dejado tras la retracción del capital extranjero luego de 1914; menor apalancamiento significaba que no podían realizar una movilización financiera en el mismo nivel que los bancos extranjeros y, por lo tanto, no podían facilitar tan ágilmente la acumulación y la asignación de capital en esta economía” (della Paolera y Taylor, 2003, p. 184.) Sin embargo, lo que este trabajo intentará proponer es que a partir de 1914 se consolidó un cambio en la composición del sistema bancario argentino ya que el BNA desplazó a los bancos domésticos tanto en el otorgamiento de préstamos como en la cantidad de depósitos recibidos. Por lo tanto, si se toma en cuenta el desempeño privado del sistema financiero en su conjunto (incluyendo el accionar privado el BNA), las conclusiones podrían resultar cuestionables.

Claramente, desde el punto de vista de su funcionamiento como banco comercial, el BNA era susceptible a problemas de riesgo moral por tener garantías implícitas del Estado, lo que lo convierte en un banco “Too Big to Fail”<sup>15</sup>.

En síntesis, el sistema bancario en 1914 estaba compuesto por: a) bancos domésticos que no contaban con prestamista de última instancia, lo que generaba restricciones a la hora de elegir el grado de apalancamiento y contaban con activos a largo plazo con una considerable exposición al riesgo, b) bancos extranjeros cuyas casas matrices funcionaban en la práctica como prestamistas de última instancia lo que permitía elegir un mayor grado de apalancamiento que los bancos domésticos pero desarrollaban actividades que determinaban activos líquidos y poco riesgosos, c) el BNA, el banco oficial que contaba con garantías del Estado Nacional pero que desarrollaba importantes actividades desde el punto de vista comercial.

Esta caracterización permite imaginar algunas de las consecuencias que un shock como la Primera Guerra Mundial puede traer en el sistema financiero, sobre todo tomando en cuenta las medidas adoptadas a partir de este hecho, las cuales son presentadas en la siguiente sección.



---

<sup>15</sup> Una de las características actuales de la institución de prestamista de última instancia es la ambigüedad en la aplicación de sus salvatajes como forma de imponer cierta disciplina. No obstante, en los hechos esta ambigüedad resulta en una transferencia de riqueza de bancos pequeños a bancos grandes pues no hay dudas de que los bancos grandes van a ser siempre rescatados.

## IV. LA PRIMERA GUERRA MUNDIAL

### IV.1 | El Accionar del BNA Ante el Shock Externo

Descripción de las medidas y regulaciones adoptadas

Para lograr tener una visión más amplia sobre la importancia del rol privado que desempeña el BNA a lo largo de la década del veinte resulta muy útil analizar brevemente que ocurría en esta institución antes de 1914. Tomando como referencia el libro *El Banco de la Nación Argentina en su Cincuentenario* (BNA, 1941) se describen a continuación las medidas adoptadas por el BNA entre 1904 y 1914. Si bien las últimas fueron específicamente adoptadas para moderar los efectos que produjo el shock de la Primera Guerra Mundial sobre el sistema financiero local, resulta interesante analizar como ciertas regulaciones previas fueron de particular relevancia ante esta situación de crisis.

#### *Seguro de depósitos (1891)*

En la Ley de constitución del Banco se explicitaba que el Gobierno Nacional garantizaba tanto las operaciones como los depósitos que recibía el BNA y, por lo tanto, gran parte del ahorro público era canalizado a través de esta institución.

Este hecho es particularmente relevante en momentos de crisis porque los agentes que tienen depositado su dinero en otros bancos lo retiran para depositarlos en el BNA si esperan que los otros bancos comerciales no puedan afrontar la crisis o si esperan que el resto de los depositantes retiren los fondos (i.e., el banco sufra una corrida) y se genere una crisis por expectativas auto cumplidas (en el sentido de Diamond y Dyvbig, 1983).

#### *Disminución de la cantidad de reservas exigidas (1904)*

En 1904, la ley # 4507 modificó el desenvolvimiento del BNA de un modo sustancial. Antes de la sanción de esta ley, el BNA debía mantener como reservas el 50% del total de los depósitos, motivo por el cual su accionar era limitado. Sin embargo, ya en la memoria del año 1905 el presidente del banco, doctor Ramón Santamarina, confiaba en que el BNA tomaría una relevancia particular en el sistema bancario argentino:

“las sabias prescripciones de la ley 4507 empiezan a dar resultados, y todo hace esperar que el desenvolvimiento y el prestigio que ha alcanzado el Banco en el país y en el extranjero, le deparen un provenir brillante, en el que su actuación correcta y discreta sirva de regulador de control, en el mundo de nuestros negocios bancarios.”  
(Banco de la Nación Argentina, 1941, p. 256)

### *Aumento del capital e incremento de la cantidad de sucursales (1907 – 1908)*

Las Leyes # 5129 (Setiembre de 1907) y # 5681 (Octubre de 1908) aumentaron el capital del BNA en un 100% (pasó de m\$<sup>n</sup> 50.000.000 a m\$<sup>n</sup> 100.000.000 mediante un empréstito de 17.800.000 pesos oro) a partir del reclamo de las sucursales del interior del país, quienes precisaban atender las necesidades crecientes de su radio.

Esto permitió también un progresivo aumento en la cantidad de sucursales del banco a lo largo del país, lo que posibilitaba una más perfecta diversificación de sus actividades. Junto con el seguro de depósitos, la diversificación de las actividades<sup>16</sup> del banco lo hacía particularmente más estables y confiable que el resto de los bancos.

**Tabla 2: Número de Casas del Banco de la Nación Argentina (1904-1914)**

<b>AÑO</b>	<b>SUCURSALES</b>
<b>1904</b>	<b>84</b>
<b>1905</b>	94
<b>1906</b>	96
<b>1907</b>	96
<b>1908</b>	107
<b>1909</b>	126
<b>1910</b>	130
<b>1911</b>	130
<b>1912</b>	140
<b>1913</b>	140
<b>1914</b>	<b>146</b>

*Fuente:* Banco de la Nación Argentina (1941)

<sup>16</sup> Con respecto al sistema bancario estadounidense, Calomiris (2000) señala los beneficios de la diversificación de las actividades bancarias ante situaciones de pánico: “Unit banking facilitated panics because it reduced bank diversification and made coordination among banks to prevent panics more difficult. In the face of observable aggregate shocks with unknown consequences for individual undiversified banks, depositors faced strong incentives to withdraw funds as a precautionary measure until the incidence of the shock could be determined. Pooling of risk was limited in the U.S. unit banking system, where the number of banks and their geographical fragmentation made coordination, self-regulation, and interbank monitoring very difficult on a national basis.”

En la Tabla 2 se muestra que entre 1904 y 1914 la cantidad de sucursales del BNA aumentó un 74% y el crecimiento no se detuvo ni siquiera ante la guerra. Esto refleja la importancia que en este período cobra el accionar comercial y privado del BNA en defensa de los intereses de los agricultores y ganaderos del interior del país:

“La reforma de la ley y el aumento del capital de 100.000.000 pesos en 1907, ensancharon sus sistemas de crédito, iniciando una nueva era de estímulo para la agricultura y la ganadería en 1912. (...) Se inauguraba así una política bancaria de verdadero crédito personal para el campesino, que no se respaldaba en la responsabilidad material, sino en la solvencia moral, representada por la garantía del trabajo y el buen nombre del peticionante.” (Banco de la Nación Argentina, 1941, p. 263)

Más allá de que tenía funciones de banco oficial, el crecimiento de la cantidad de sucursales en el interior del país brinda evidencia de que las funciones comerciales del BNA eran sumamente relevantes. Si el objetivo hubiera sido solamente financiar al gobierno nacional se precisarían únicamente 14 sucursales (una por provincia) o a lo sumo 24 si consideramos también los territorios.

#### *Redescuentos: su forma original y una temprana modificación*

El artículo 12 de la ley # 2841 de creación del BNA especificaba que el banco tenía la capacidad de redescantar documentos de otros bancos comerciales pero con un límite de 500.000 pesos por banco. Sin embargo, a partir de la reforma de 1904, en el artículo 14 se extiende la facultad de otorgar redescuentos ya que no se fija una cota que limite este instrumento. En última instancia, el límite quedaba fijado en función de las reservas con las que contaba el BNA, las cuales eran una proporción de sus depósitos.

Al estar el circulante controlado por la Caja de Conversión, la base monetaria no se veía afectada ante el otorgamiento de redescuentos porque el BNA no tenía capacidad de emitir ni de redescantar documentos en la Caja de Conversión para que esta emitiera<sup>17</sup>.

Es importante destacar también que, como consecuencia de las características del sistema bancario, al mismo tiempo que los bancos comerciales (en particular, los bancos domésticos) necesitaban de los redescuentos para afrontar shocks de liquidez, el BNA contaría con mayores recursos porque gran parte de los depósitos que eran extraídos de

---

<sup>17</sup> “Debe anotarse, sin embargo, que los redescuentos que daba el BN se hicieron de sus propios fondos y no fueron usados para obtener dinero primario (circulante) de la Caja de Conversión como fue lo que pasó recién después de 1930 cuando se puso en vigencia la ley que lo autorizaba.” (Cortés Conde, 2005)

los bancos comerciales (factor que generaba demanda de liquidez) iban a parar a las cuentas del BNA. Como los fondos a partir de los cuales este banco podía redescantar eran una proporción de sus depósitos (encajes), a medida que aumentaban sus depósitos aumentaba también su capacidad de redescantar documentos.

*Suspensión de convertibilidad de pesos a oro (8 de agosto de 1914) y una más amplia difusión de la política de redescuentos*

El libro publicado por el BNA en 1941 menciona los debates en torno a los proyectos presentados por diversos diputados a partir de 1913 en relación a la legislación referida a los redescuentos. Pero es finalmente el 8 de agosto de 1914 la fecha en la que se sanciona la Ley # 9479 que pone fin a la convertibilidad preexistente ante las negativas consecuencias de la guerra europea<sup>18</sup>. El 30 de setiembre de 1914, con la sanción de la Ley # 9577, se facilitarán más aún la posibilidad de la Caja de Conversión de emitir billetes para que el BNA pueda fortalecer su política de redescuentos.

“LEY # 9479

Artículo 2º - La Caja de Conversión, previa autorización del P. E., efectuará operaciones de redescuento de documentos comerciales, con el Banco de la Nación Argentina, emitiendo al efecto los billetes necesarios de los tipos actualmente en circulación, siempre que la garantía metálica de la moneda curso legal, no baje del 40%.

Artículo 4º - La Caja de Conversión cobrará en cada operación, dentro de los primeros 90 días, el interés corriente del Banco de la Nación por descuentos ordinarios, y pasados los 90 días cobrará, además, un interés suplementario progresivo del 1% anual por cada treinta días subsiguientes.

LEY # 9577

Artículo 1º - La Caja de Conversión, previa autorización del Poder Ejecutivo, entregará al Banco de la Nación Argentina, contra recibo de documentos comerciales de su propia cartera o de lo que éste haya redescantado a otros Bancos de la República, billetes moneda nacional de curso legal, sin cobrar interés alguno, siempre que la garantía en metálico de la circulación fiduciaria no baje del cuarenta por ciento, de acuerdo con la Ley # 9479.” (Banco de la Nación Argentina, 1941, p. 331)

---

<sup>18</sup> “El temor de que continuaran la salida de reservas y los retiros de depósitos en los bancos y la contracción monetaria que ello produciría en el conjunto de la economía llevaron a aprobar el 8 de agosto de 1914 una ley que autorizaba a la Caja a emitir sobre la base de documentos comerciales redescantados por el Banco de la Nación, manteniendo una reserva en metálico de, por lo menos, un 40%” (Cortés Conde, 2005)

No obstante, como lo señala el referido texto (BNA, 1941) y sostiene Cortés Conde (2005), las Leyes # 9479 y # 9577 no fueron aplicadas al momento de la Primera Guerra Mundial. Entre otras razones, esto se debió al desplazamiento de los fondos de bancos comerciales, que permitió al BNA contar con los recursos suficientes para atender por sí solo los redescuentos, sin acudir a la Caja de Conversión, como lo muestra la siguiente tabla:

**Tabla 3: Operaciones de Redescuento atendidas por el BNA con disponibilidades propias (en pesos moneda nacional)**

AÑO	REDESCUENTOS
<b>1914</b> (5 meses)	<b>109.111.936</b>
<b>1915</b>	74.734.032
<b>1916</b>	48.269.395
<b>1917</b>	29.260.978
<b>1918</b>	5.646.228

*Fuente: Banco de la Nación Argentina (1941)*

#### *La acción de emergencia en la crisis (1914)*

Luego del pánico sufrido durante la primera semana de la guerra, el Gobierno Nacional decretó una semana de ferias, de forma tal de ganar tiempo para considerar las medidas a adoptar. Se sancionó luego una parcial suspensión de convertibilidad (de depósitos a pesos) quedando los bancos obligados a pagar sólo el 20% de los depósitos exigibles. Esta medida se sumaba entonces a la suspensión de convertibilidad de pesos a oro que permitía a la Caja de Conversión redescantar documentos entregados por el BNA emitiendo billetes.

En resumen, al momento de la crisis el BNA contaba con los siguientes instrumentos:

- Seguro de depósitos
- Menor exigencia de reservas
- Importante capital y diversificación de actividades
- Suspensión de convertibilidad
- Amplia capacidad para redescantar documentos, aún comprometiendo a la Caja de Conversión

Un hecho adicional fundamental para sortear la crisis fueron los positivos balances de pago que se experimentaron a partir del aumento de valor de las exportaciones (como consecuencia del incremento del precio de los bienes primarios que Argentina exportaba) y de la caída en volumen de las importaciones como consecuencia de la guerra. Pero sin lugar a dudas, el mero anuncio de las medidas descritas fue imprescindible para combatir las expectativas de los agentes y moderar el riesgo sistémico y la propagación y amplificación de una potencial crisis financiera que de otro modo hubiera repercutido fuertemente sobre el producto de esta economía.

Una economía pequeña y abierta, con un tipo de cambio fijo y sin prestamista de última instancia como la Argentina de 1914 es totalmente vulnerable ante un shock externo como el que significó la Primera Guerra Mundial. Las medidas adoptadas por el Gobierno Nacional se demostraron eficaces para sortear los inconvenientes que la retracción de capitales hubiera provocado sobre el sistema financiero.

“Los comienzos de la Primera Guerra Mundial actuaron como un tremendo shock externo negativo para una economía abierta como la Argentina con relaciones económicas internacionales fluidas con las partes beligerantes pero financieramente ligada al área de la libra esterlina.” (della Paolera y Ortiz, 1994, p. 45)

No obstante, en términos de eficiencia las medidas pueden resultar cuestionables. El hecho de que el BNA adoptara medidas similares a las de un prestamista de última instancia, pero sin ser un Banco Central, potenció los problemas de riesgo moral y asimetría de información. Estos fueron aprovechados por los bancos locales para trasladar su peor colateral al BNA, deteriorando sus balances. Más aún, al no ser el regulador del sistema bancario en su conjunto, el BNA contaba con información limitada sobre la situación patrimonial de los bancos (i.e., su solvencia ex-post), lo que puede haber provocado la inyección de liquidez hacia muchos bancos con el fin de rescatarlos, cuando lo óptimo hubiera sido que estos quiebren.

“Al considerar la naturaleza de estos rescates, deberíamos mencionar las asimetrías de información que transformaron a la provisión de liquidez de las décadas de 1910 y 1920 en un rescate mayor que lo que las simples cifras de redescuentos pudieran sugerir. Los bancos privados buscaban transferir sus riesgos al banco oficial. Idealmente, los riesgos que buscaban transferir primero eran los peores. Esto sería información privada para ellos, y desconocida para el banco oficial. Es decir, había un problema de ‘información asimétrica’ en el uso de los préstamos como colateral por el cual los bancos privados tenían el incentivo de usar el peor tipo de colateral que tuvieran a mano. Este problema de selección adversa debilitaba continuamente los estados contables del Banco de la Nación” (della Paolera y Taylor, 2003, p.197)



## IV.2| Consecuencias sobre el Sistema Bancario

El comportamiento diferencial según el tipo de banco

Aprovechando la desagregación de los datos entre BNA, bancos domésticos y extranjeros, es posible ver el comportamiento diferencial de estas instituciones. Por ejemplo, como se desprende de los datos que figuran en el trabajo de Baiocco, la crisis de 1914 produjo un dramático colapso del capital integrado de los bancos domésticos, mientras que tanto el BNA como los bancos extranjeros atravesaron dicha crisis sin mayores ajustes de capital. Al respecto de esto, della Paolera y Taylor sostienen que, dada la desregulación prevaleciente en dicho período, la variable de elección más importante para los managers de los bancos era el apalancamiento (ratio de préstamos de riesgo a capital integrado) ya que los mismos podían optimizar sus tenencias de activos y portafolios.

A partir de agosto de 1914, los bancos domésticos gozaron de un BNA con habilidades extendidas, lo que disminuyó sensiblemente el costo que debieron afrontar para conseguir fondos. Por lo tanto, mientras que los bancos extranjeros no sufrieron mayores alteraciones ante la aplicación de estas medidas, el impacto sobre los bancos domésticos fue de una importancia considerable.

Miron (1986) provee un interesante *framework* que se tomará en cuenta para analizar indicadores monetarios en la sección V.2. En Argentina, la oferta monetaria estaba determinada por la interacción de tres factores: las preferencias del público por circulante (a partir del ratio circulante/depósitos), las preferencias de los bancos por reservas (por medio del ratio reservas/depósitos) y los flujos de oro provenientes del comercio internacional que la Caja de Conversión (autoridad monetaria) transformaba automáticamente en dinero de alta potencia.

A partir de esto – y en función de la limitación de los datos disponibles – puede simplificarse suponiendo que los bancos mantienen dos tipos de activos y un pasivo: reservas, préstamos y depósitos. Luego, los bancos debían decidir únicamente que proporción de activos mantener en forma de reservas y que proporción como préstamos<sup>19</sup>. Esto determina simultáneamente el ratio reservas/depósitos.

Buscaremos a lo largo de la sección V encontrar sustento empírico que apoye la hipótesis de un cambio de composición en el sistema bancario (transferencia de depósitos de los

---

<sup>19</sup> “There are costs to the bank of holding a large proportion of its assets as loans because it can suffer unexpected deposit withdrawals. Under fractional reserve banking, a sufficiently large amount of withdrawals causes the bank to fail because some of its assets are tied up in loans and it takes time to convert these into cash. If the bank experiences withdrawals, therefore, it liquidates some of its loans to bolster its reserve position. This imposes costs since the bank accrues capital losses...” (Miron, 1986, p. 126)

bancos domésticos al BNA) y una mayor relevancia del BNA en la intermediación financiera que perduraría hasta la creación del Banco Central, momento en donde se comienza a evidenciar un nuevo cambio estructural.

Lamentablemente a raíz de la limitación de los datos disponibles no es posible testear implicancias adicionales a partir de indicadores más complejos, pero al menos esta información permitirá dar sustento a ciertas hipótesis desde el punto de vista de la relevancia y las características de la intermediación financiera en la Argentina de la Primera Guerra Mundial que hasta el momento la literatura histórica no contempla.



Universidad de  
**San Andrés**

## V. LA DÉCADA DEL VEINTE

### V.1| El Grado de Desarrollo Financiero: Indicadores

El nivel de crédito al sector privado en la Argentina: 1914-1935

Uno de los principales indicadores para medir el grado de desarrollo financiero de una economía es el nivel de crédito como proporción del producto. Este indicador resulta ser más potente en la medida en que la mayor parte del financiamiento de las firmas ocurra dentro del sistema financiero y no exista una tecnología más eficiente para conseguir fondos. Este parece ser el caso de Argentina, en donde el mercado de capitales (o mercado accionario) presenta, en este período, signos de fragilidad evidentes<sup>20</sup>.

della Paolera y Taylor sostienen en el Capítulo 7 de su libro que para evaluar en forma más precisa el grado de desarrollo financiero es necesario tomar en cuenta la eficiencia de las inversiones “privadamente financiadas”. Para ello, proponen deducir del nivel de crédito total de la economía a los montos de préstamos otorgados por el BNA ya que, al ser el banco oficial, éste se desarrolló como el “agente financiero del Gobierno Nacional”. También – y como ya se mostró – dado que hasta 1935 no hubo un Banco Central, el BNA redescató documentos de bancos privados, pero esto sin creación de dinero ya que utilizaba sus propios fondos.

Sin embargo, parece necesario distinguir el rol del BNA como agente financiero del Gobierno Nacional de su importante y creciente rol como prestamista al sector privado. En particular, durante este período el BNA se fortaleció como financiador de las cosechas de los pequeños productores que requerían fondos a corto plazo que serían devueltos cuando lograran vender sus producidos. Puede leerse en la publicación del BNA de 1941:

“La reforma de 1904 y el aumento del capital a 100.000.000 de pesos en 1907, ensancharon sus sistemas de crédito, iniciando una nueva era de estímulo para la agricultura y la ganadería en 1912. Arranca de ese año la ayuda directa a los agricultores, facilitándoles la suma necesaria para gastos de recolección de las cosechas, liberándolos de la especulación. **Puede decirse que de entonces data el conocimiento del crédito agrícola**, que fue perfeccionado por la ley de 1933. Nuevos préstamos, instituidos en 1914, no solamente comprendían a los colonos propietarios merecedores de crédito con su sola firma, sino también a los arrendatarios que por sus actitudes de trabajo y condiciones morales eran

---

<sup>20</sup> Véase respecto del desarrollo del mercado accionario en este período a los trabajos de Nakamura y Zarazaga, 1998 y 2001.

acreedores a este beneficio. **Se inauguraba así una política bancaria de verdadero crédito personal para el campesino**, que no se respaldaba en la responsabilidad material, sino en la solvencia moral, representada por la garantía del trabajo y el buen nombre del peticionante. **Los préstamos para recolección, trilla y embolse, se instituyeron con carácter permanente en 1914.**” (Banco de la Nación Argentina, 1941, p.263. Énfasis propio.)

A partir de 1915 el BNA también concedió préstamos adaptados a las modalidades de la ganadería ya que la sanción de la Ley de Prenda Agraria autorizaba a conceder préstamos a ganaderos y criadores a plazos más largos, como lo requería este tipo de productores dadas las características de sus negocios.

“El préstamo prendario ha tenido mucha aceptación y ha sido un factor estimable en el fomento de la ganadería” (Banco de la Nación Argentina, 1941, p.264.)

Más adelante, en 1921, el BNA comenzó a conceder préstamos personales a pequeños productores (ganaderos, tamberos y agricultores) para reestablecer la oferta de crédito que el Banco de la Provincia de Buenos Aires había otorgado exitosamente hasta 1890.

Tal fue la relevancia y el crecimiento que los nuevos préstamos del banco tuvieron en este período que en 1933 se sancionó la Ley 11.684 de Crédito Agrario para formalizar y otorgar mayores beneficios a los productores que buscaran financiamiento. Más aún, a partir de 1936 (período que queda fuera del alcance del presente trabajo) se reglamentó un nuevo régimen que se proponía “llevar el Banco a la casa del productor” a través de los “Agentes Rurales”.

Por todo lo expuesto, pareciera necesario no descartar por completo al volumen de crédito otorgado por el BNA, pero sí es preciso distinguir el monto de crédito que éste concedía al Gobierno Nacional. En la Tabla 4 se incluyen los siguientes ratios:

- **CREDITO TOTAL/PBI:** cantidad total de crédito efectivamente intermediada por los bancos, relativo al producto.
- **CREDITO PRIVADO/PBI:** cantidad de crédito efectivamente intermediada por los bancos, relativo al producto excluyendo las partidas del BNA referidas a “Letras y Giros Comprados”, “Préstamos Oficiales” – que es una medida agregada de “Adelantos al Gobierno de la Nación”, “Letras de Tesorería de la Nación”, “Cancelación Préstamo Chatbam”, “Cancelación Préstamo Baring”, “Ministerio de Hacienda Ley # 10.251”, “Cuentas Diversas del Gobierno Nacional”, “Diferencia de Cambio e Intereses Préstamo a Gran Bretaña Ley # 10.350” y “Préstamos a los

Aliados Ley # 10.350” –, “Junta Reguladora de Granos”, “Préstamos a los Colonos por cuenta del Estado” e “Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias”. Es decir que se toman del Banco Nación exclusivamente los préstamos al sector privado.

- **TOTAL -BNA/PBI:** cantidad de crédito efectivamente intermediada por todos los bancos, neto de los préstamos del banco oficial, relativo al producto.

**Tabla 4: Ratios Anuales de Crédito Relativo al Producto**

<b>AÑO</b>	<b>CREDITO TOTAL/PBI (Conjunto de Bancos)</b>	<b>TOTAL - BNA/PBI (della Paolera y Taylor)</b>	<b>CREDITO PRIVADO/PBI (Incluye BNA Privado)</b>
1910	0,34	0,24	0,34
1911	0,37	0,27	0,37
1912	0,36	0,26	0,35
1913	0,35	0,24	0,35
1914	0,30	0,17	0,30
1915	0,27	0,17	0,27
1916	0,29	0,18	0,29
1917	0,37	0,22	0,35
1918	0,29	0,17	0,24
1919	0,34	0,19	0,29
1920	<b>0,32</b>	<b>0,19</b>	<b>0,28</b>
1921	<b>0,33</b>	<b>0,20</b>	<b>0,31</b>
1922	<b>0,38</b>	<b>0,22</b>	<b>0,36</b>
1923	<b>0,38</b>	<b>0,22</b>	<b>0,36</b>
1924	<b>0,34</b>	<b>0,19</b>	<b>0,33</b>
1925	<b>0,37</b>	<b>0,21</b>	<b>0,36</b>
1926	<b>0,37</b>	<b>0,21</b>	<b>0,36</b>
1927	<b>0,33</b>	<b>0,19</b>	<b>0,33</b>
1928	<b>0,37</b>	<b>0,22</b>	<b>0,36</b>
1929	<b>0,39</b>	<b>0,23</b>	<b>0,38</b>
1930	<b>0,44</b>	<b>0,27</b>	<b>0,44</b>
1931	0,47	0,24	0,46
1932	0,51	0,25	0,50
1933	0,44	0,21	0,39
1934	0,46	0,22	0,41
1935	0,24	0,15	0,23

*Fuente:* Elaboración propia en base a Banco de la Nación Argentina (1941) y Comité Nacional de Geografía (1941).

En la tabla precedente puede verse que, cuando se excluye a la totalidad de los préstamos otorgados por el BNA, el índice de desarrollo financiero se ve claramente subestimado. En cambio, cuando se incluye a los préstamos que éste otorgaba al sector privado (excluyendo del total a los oficiales), el índice parece ser mucho más alentador. Mirando el indicador CREDITO PRIVADO/PBI (que viene a reemplazar al indicador de NETCREDIT/PBI con el que trabajan della Paolera y Taylor), las aseveraciones de estos autores pierden al menos parte de su sustento.

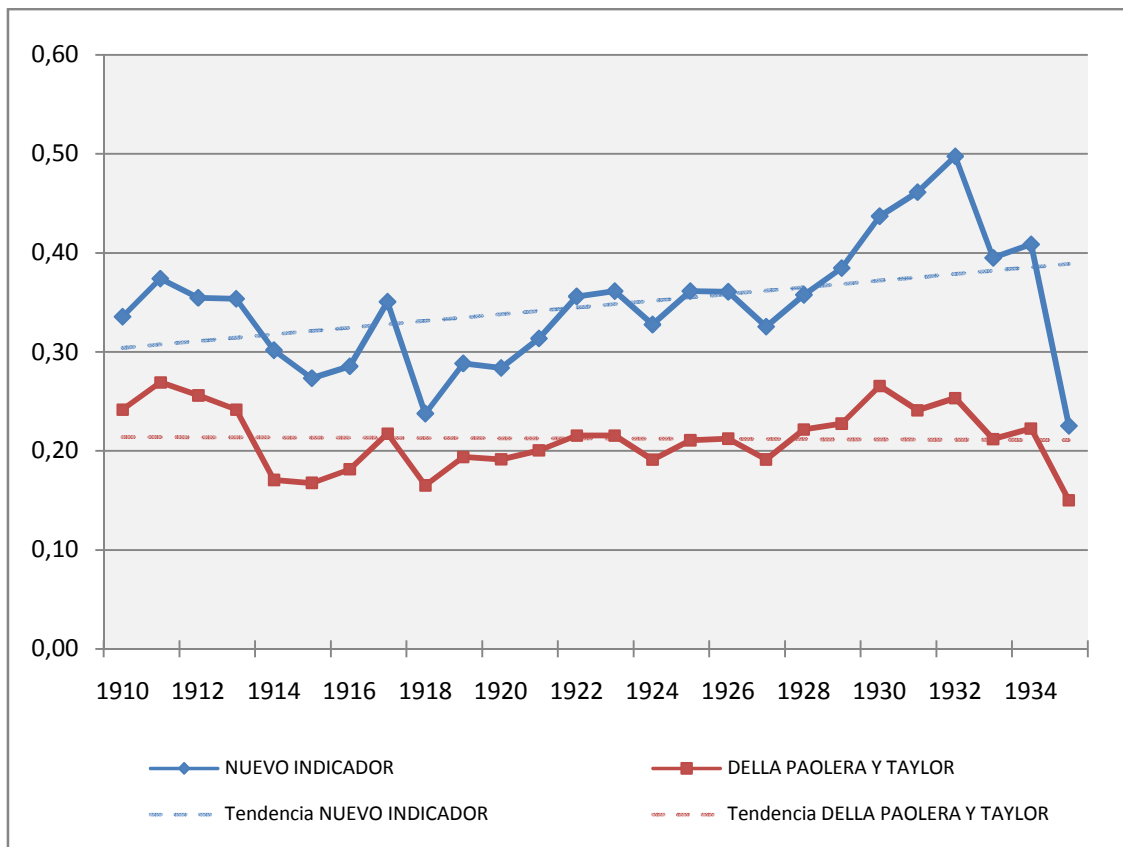
“Cuando el desarrollo financiero es aproximado por el crédito a la economía – y especialmente por el crédito neto como proxy de fondos privados generados para inversión – la vitalidad del sistema financiero resulta cuestionable”. (della Paolera y Taylor, 2003, p.167)

Es interesante notar que las diferencias entre ambos índices están asociados temporalmente con la expansión de los créditos prendarios que el BNA comienza a entregar en 1922, apoyando a los productores ante la caída de los precios internacionales de los bienes primarios. Puede verse que el diferencial promedio entre 1910 y 1935 es de 13 puntos. Los años en que el diferencial entre el indicador que utilizan della Paolera y Taylor y el indicador alternativo es superior a este valor (llegando a 25 puntos en 1932) coinciden exactamente con el período en el que el BNA desarrolla su política de créditos prendarios, exceptuando a 1935 donde el indicador cae a la mitad y los créditos prendarios se reducen un 26%.

En los datos se evidencia también que el sistema financiero se ve levemente afectado en volumen por el shock que supuso la Primera Guerra Mundial durante la década del veinte y que el indicador cae recién en 1918 pero resulta preciso tener en cuenta el fuerte crecimiento del PBI en este año. A su vez, al inicio de la Gran Depresión tampoco muestra debilidades, aunque sí se evidencia una caída contundente desde 1933, hasta llegar a 0,23 en 1935 mostrando tal vez un efecto tardío del impacto, junto con políticas monetarias que empezaban a no ser suficientes para sostener la economía.

En el Gráfico 3 se compara la serie CREDITO PRIVADO/PBI con la de TOTAL-BNA/PBI, donde queda ilustrada la subestimación referida, tanto en volumen como en tendencia.

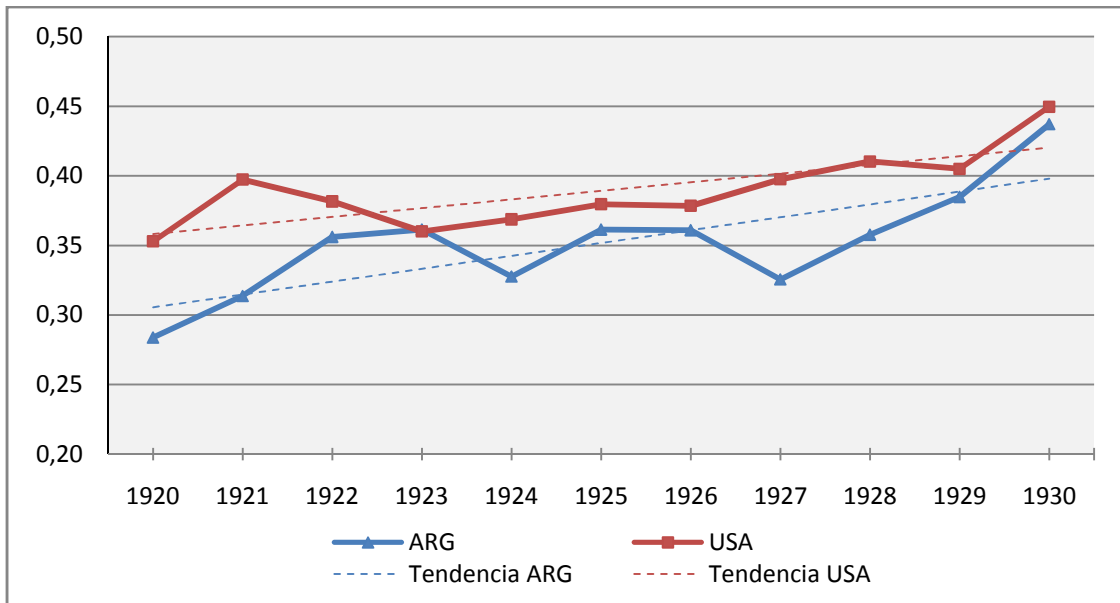
**Gráfico 3: Comparación entre indicadores Crédito Privado/PBI y TOTAL-BNA/PBI**



*Fuente:* Elaboración propia en base a Banco de la Nación Argentina (1941) y Comité Nacional de Geografía (1941).

A modo de referencia respecto de la magnitud del indicador propuesto, se muestra en el Gráfico 4 la comparación entre el total de préstamos intermediado relativo al producto en USA y en Argentina, con foco en la década del veinte. Es interesante notar que si bien el volumen de crédito se mantiene de forma constante en niveles superiores, la tendencia que siguen ambos indicadores es muy similar, manteniéndose también un diferencial muy estable. Esta diferencia podría ser explicada seguramente a partir de un estudio comparativo más profundo en donde se discutan factores institucionales, legales o políticos – tal como lo propone parte de la literatura reseñada en la Sección II – pero queda definitivamente fuera del alcance de este trabajo. A pesar de esto, puede sostenerse a partir del gráfico que USA tiene una evolución más suave en el crecimiento mientras que Argentina presenta mayores picos y valles.

**Gráfico 4: Comparación entre indicadores Credito Privado/PBI de USA y Argentina**

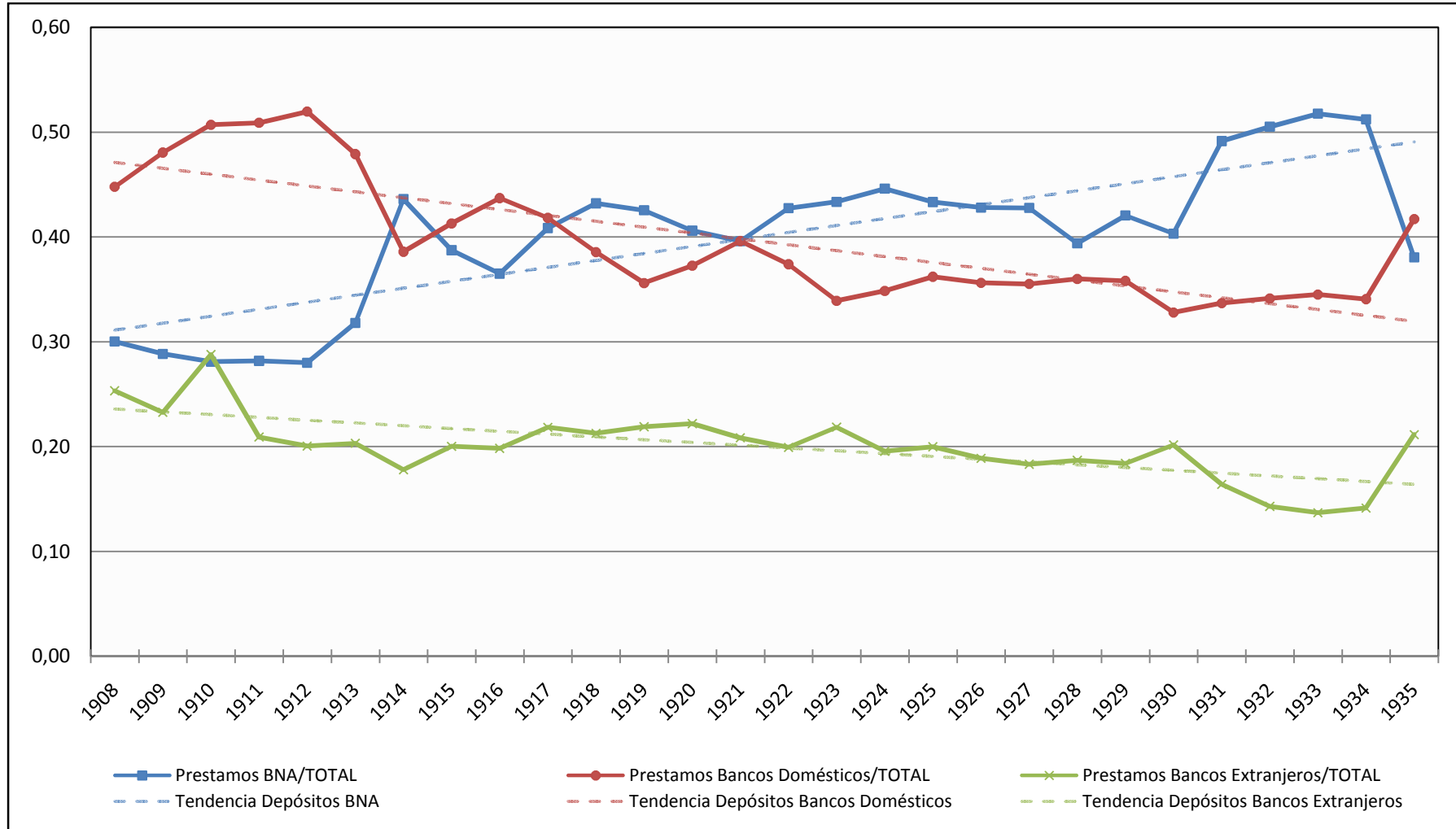


*Fuente:* Elaboración propia en base a Banco de la Nación Argentina (1941),  
Comité Nacional de Geografía (1941) y Bureau of the Census (1975).

Habiendo remarcado la importancia de los créditos personales y créditos con prenda agraria concedidos por el BNA (incluidos en el indicador CREDITO PRIVADO/PBI), parece insuficiente analizar el grado de desarrollo financiero sin tener en cuenta a éste banco. Más aún, considerando objetivamente su política a favor de los productores iniciada en la década del diez, es esperable que el banco oficial haya desplazado en parte al resto de los bancos y que tanto la cantidad de préstamos que éstos otorgaban como la cantidad de depósitos que estos recibían se haya visto reducida por dicha causa. Este desplazamiento queda plasmado cuando miramos la composición del sistema bancario considerando en este caso el volumen de préstamos como proporción del total.



Gráfico 5: Composición de los Préstamos Bancarios (Préstamos por Tipo de Banco/TOTAL)



Fuente: Baiocco (1937)

Claramente es a partir de la década del veinte cuando el BNA comienza a desplazar al resto de los bancos del sistema en el volumen de préstamos otorgados. Pero buscando resaltar aún más la importancia relativa del BNA en el sistema financiero del país es preciso volver a destacar también aquí el volumen de depósitos que éste manejó durante el período que se busca analizar. Como ya se subrayó, este banco contaba en sus cuentas con la enorme masa de recursos que significan los fondos del Gobierno Nacional. A su vez, a partir de 1912<sup>21</sup> con la puesta en vigencia de la nueva cámara compensadora que tenía como liquidador al BNA, empezó a recibir depósitos del conjunto de bancos para atender los resultados de las operaciones de Cámara. En la Tabla 5 se detalla la evolución del monto de depósitos del BNA y su importancia relativa al total de los depósitos del conjunto de bancos:

**Tabla 5: Depósitos en el BNA y Relación Porcentual sobre el Total de los Depósitos**

<b>AÑO</b>	<b>DEPÓSITOS BNA</b>	<b>DEPÓSITOS BNA/TOTAL</b>
<b>1910</b>	390.840	29,4%
<b>1911</b>	413.430	30,1%
<b>1912</b>	478.330	32,3%
<b>1913</b>	541.380	38,4%
<b>1914</b>	605.410	50,9%
<b>1915</b>	692.360	48,8%
<b>1916</b>	755.650	47,3%
<b>1917</b>	871.060	46%
<b>1918</b>	1.1950.40	44,8%
<b>1919</b>	1.249.730	44%
<b>1920</b>	1.412.350	<b>42,8%</b>
<b>1921</b>	1.310.050	<b>41,2%</b>
<b>1922</b>	1.396.090	<b>42,3%</b>
<b>1923</b>	1.479.320	<b>44,6%</b>
<b>1924</b>	1.503.100	<b>45,2%</b>
<b>1925</b>	1.499.280	<b>44,9%</b>
<b>1926</b>	1.533.410	<b>45,4%</b>
<b>1927</b>	1.620.820	<b>45,6%</b>
<b>1928</b>	1.748.860	<b>44,2%</b>
<b>1929</b>	1.665.110	<b>42,6%</b>
<b>1930</b>	1.656.600	<b>41,8%</b>
<b>1931</b>	1.456.500	41,4%
<b>1932</b>	1.497.700	42,4%
<b>1933</b>	1.577.900	45,5%
<b>1934</b>	1.565.200	45,6%
<b>1935</b>	1.385.600	41,2%

*Fuente: Baiocco (1937)*

<sup>21</sup> Véase al respecto Salama (1997), pg. 12.

La relevancia del BNA en el sistema financiero argentino resulta contundente. En primer lugar, y como ya se señaló en la Sección IV, es notable el cambio de preferencias del público a partir del shock de la Primera Guerra Mundial, lo que queda de manifiesto cuando se observa que en 1910 el BNA concentraba menos de un tercio del total de los depósitos del sistema, mientras que para 1914 contaba con más de la mitad del total (aunque estrictamente hay un crecimiento de 6 puntos en 1913 que precede al fuerte crecimiento que se da en 1914, explicado en parte por los fondos de la Cámara Compensadora).

En particular, a lo largo de la década del veinte esta institución cuenta con alrededor del 45% del total de los depósitos bancarios del sistema en su conjunto. Sumado a esto puede señalarse también el gran crecimiento de la cantidad de sucursales que el banco experimentó, a pesar del impacto de las crisis, ampliando su presencia en el interior del país debido a su política de fomento de préstamos al sector agrícola. En los veintidós años que abarca el presente trabajo, el banco abrió 94 nuevas sucursales, pasando de tener 146 casas en 1914 a tener 240 en 1935 (BNA, 1941). A través de la extensión de la red de sucursales en el interior del país el banco fue capaz de captar el ahorro cautivo de los habitantes, plasmándose esto en una mayor cantidad de depósitos provenientes de los resultados positivos de ciertas actividades regionales, lo que posibilitó al mismo tiempo la extensión de nuevos préstamos.

“Los nuevos cultivos en el norte argentino, llevaron a esas zonas a núcleos de inmigrantes que al beneficiarse, engrosaron, con los sobrantes monetarios, las cuentas bancarias, principalmente las de Caja de Ahorros. **El Banco, por su parte, extendiendo su red de agencias en la Capital Federal y de sus sucursales en el interior, ha favorecido la atracción a sus arcas de los sobrantes monetarios de todas las colectividades**” (BNA, 1941, p. 287. Énfasis propio.)

“Tanto en Agencias como en Sucursales, **la apertura de cuenta progresa sin interrupción**. Factor esencial de este crecimiento es la obra que se realiza en el interior. **La creación de sucursales produce**, en las respectivas zonas de influencia, **una más orgánica distribución de los fondos**, que afluyen al Banco atraídos, no solo por las seguridades legales que amparan a los depositantes, sino también por el prestigio financiero de la Institución” (BNA, 1941, p. 302. Énfasis propio.)

**Tabla 6: Número de Casas del Banco de la Nación Argentina (1914-1935)**

<b>AÑO</b>	<b>SUCURSALES</b>
<b>1914</b>	<b>146</b>
<b>1915</b>	153
<b>1916</b>	168
<b>1917</b>	173
<b>1918</b>	179
<b>1919</b>	182
<b>1920</b>	190
<b>1921</b>	200
<b>1922</b>	204
<b>1923</b>	211
<b>1924</b>	215
<b>1925</b>	219
<b>1926</b>	224
<b>1927</b>	225
<b>1928</b>	226
<b>1929</b>	230
<b>1930</b>	233
<b>1931</b>	235
<b>1932</b>	235
<b>1933</b>	237
<b>1934</b>	240
<b>1935</b>	<b>240</b>

Fuente: Banco de la Nación Argentina (1941)

Nuevamente se quiere resaltar aquí que la cantidad de sucursales que el BNA tiene a lo largo del país es un claro ejemplo de la importancia de la actividad comercial del banco y del compromiso del mismo con los sectores agrícolas y ganaderos. A mediados de la década del veinte el banco contaba con 27 sucursales a lo largo de la Provincia de Santa Fe, 19 en Córdoba, igual cantidad en Entre Ríos y otras 83 sucursales distribuidas en el resto de las provincias que se sumaban a las 71 sucursales del BNA en la Provincia de Buenos Aires. Si el objetivo fuera únicamente financiar a los gobiernos locales, la extensa red de sucursales significaría una estructura absurdamente sobredimensionada, lo cual carece de sentido.

Pero habiendo hecho referencia a la notable importancia que significaban los depósitos oficiales en las cuentas del BNA, cabe destacar que estos fondos públicos no entorpecían el accionar “privado” del banco. Al respecto de esto, y con especial referencia al préstamo otorgado al Poder Ejecutivo en 1917 y a la sanción de la Ley # 10.350 de 1918, puede leerse en la publicación del banco:

“Este crédito [el de 1918], que importaba 454.000.000 moneda nacional, unido al de 73.490.000, concedido en 1917 para cancelar obligaciones del Gobierno, sumaban en conjunto alrededor de 527.000.000 de pesos moneda nacional. Tal magnitud **no entorpeció en lo más mínimo los servicios habituales del Banco a la agricultura y la ganadería, al comercio y a la administración pública nacional**, pues en 1918 acordó a los diversos gremios créditos por 508.000.000 de pesos, aparte de los 189.000.000 a que ascendieron los redescuentos de Letras de Tesorería” (BNA, 1941, p. 344. Énfasis propio.)

Luego, puede concluirse que si se busca medir el grado de importancia del sistema financiero en el país, un indicador que no tome en cuenta al BNA – tratando de desagregar las funciones privadas de las públicas – subestima claramente al desarrollo financiero del país, ya que este concentraba en la década del veinte alrededor del 45% de los depósitos y de los préstamos del total de la actividad de intermediación financiera de la Argentina. El indicador que presentan della Paolera y Taylor (NETCREDIT/PBI) no toma en cuenta estos factores.

## V.2| Indicadores Monetarios

Circulante, Dinero Bancario, Oferta Monetaria y el Multiplicador

El sistema monetario argentino fue guiado desde 1891 por la Caja de Conversión, cuyo principal objetivo era mantener la estabilidad externa del sistema. Hasta 1935, año en el que se genera un cambio radical en los arreglos monetarios y financieros del país, la economía argentina se desempeñará sin la presencia de un Banco Central<sup>22</sup>.

El país, como la mayoría de las potencias europeas, suspendió la convertibilidad en la Caja de Conversión en 1914 generándose de este modo un cambio en las reglas del Patrón Oro. Sin embargo, como sostiene Cortés Conde (2005), “A pesar de la suspensión de la convertibilidad desde 1914 hasta 1927, la emisión respondió a las entradas de oro en la Caja de Conversión o en las Legaciones Argentinas en el Exterior”, por lo que la base monetaria de la Argentina no se vio fuertemente alterada a pesar de no estar atada a las reglas del Patrón Oro, por lo menos hasta 1931.

Muchos economistas ponen énfasis en el proceso de creación de la oferta monetaria para analizar problemas financieros. Como subrayan della Paolera y Ortiz (1994), en los sistemas de encaje fraccionario resulta interesante analizar los componentes del

---

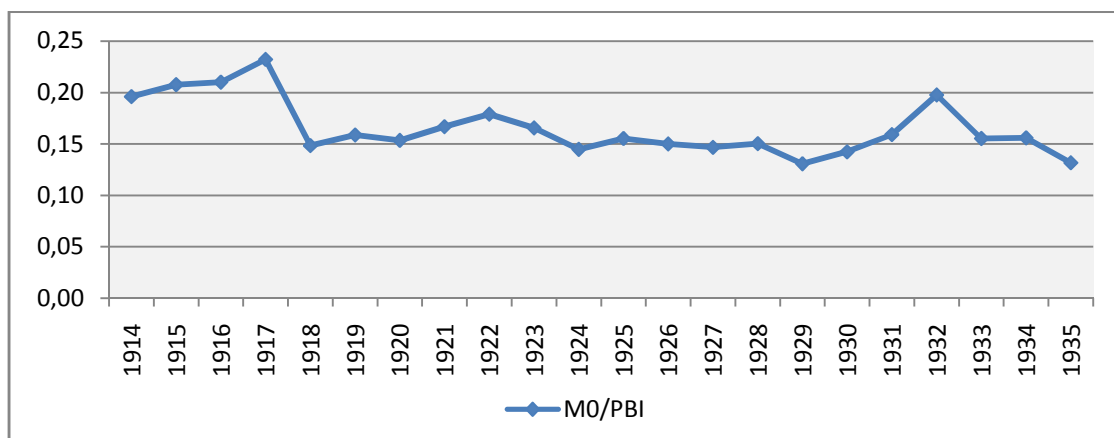
<sup>22</sup> Como vimos en la Sección IV esto no implica que no se contara en el sistema bancario con arreglos institucionales que permitieran cumplir alguna de sus funciones, pero un Banco Central formal fue creado recién en el año al que se hace referencia.

multiplicador monetario bancario. Básicamente los determinantes del multiplicador son la proporción de circulante que el público desea mantener sobre alguna definición amplia de dinero (usualmente M3) y el nivel de reservas que los bancos mantienen como proporción de los depósitos (el encaje).

Tomamos para este trabajo la definición estándar de base monetaria, compuesta por billetes y monedas en poder del público (circulante) y las reservas de los bancos comerciales (reservas).

$$BM = Circulante + Reservas$$

**Gráfico 6: Base Monetaria Relativo al Producto**



Fuente: Comité Nacional de Geografía (1941)

Como puede verse, la base monetaria se mantiene prácticamente sin variaciones a lo largo de la década del veinte.

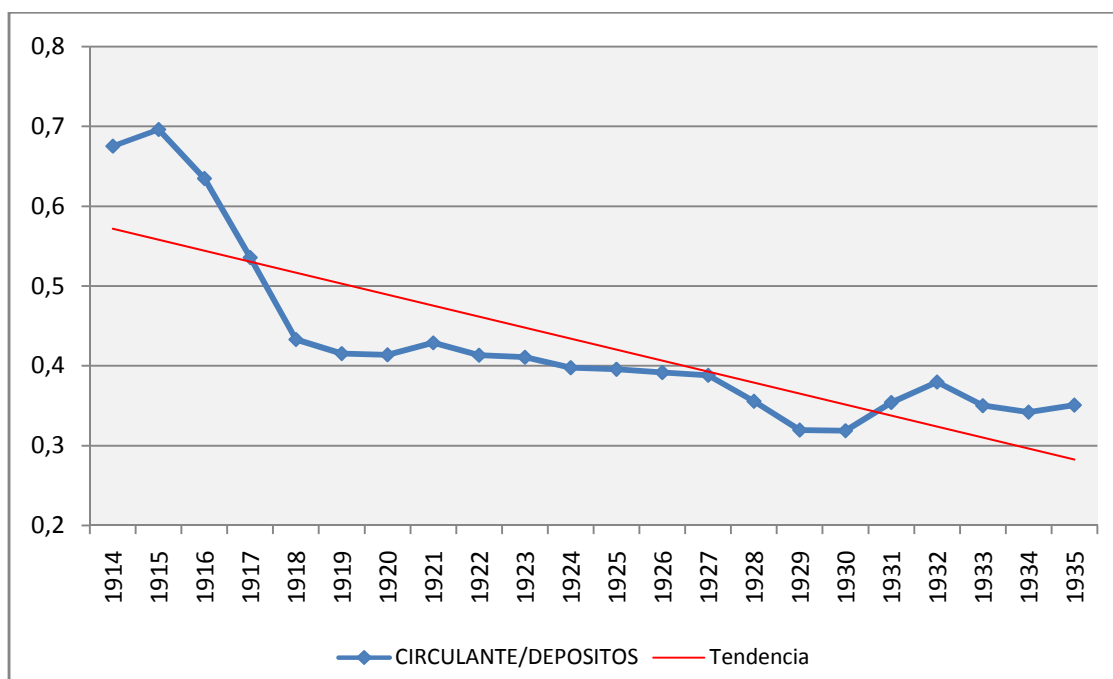
La oferta monetaria es definida como los billetes y monedas en poder del público sumado a los depósitos en los bancos comerciales (incluyendo al BNA). Es difícil definir otro agregado monetario intermedio por la poca desagregación de datos que se pueden obtener de las fuentes en donde no se discrimina entre depósitos a la vista y a plazo.

$$M3 = Circulante + Depósitos$$

Se detallará más adelante (en la comparación internacional) la evolución de la oferta monetaria entre 1914 y 1935, pero puede anticiparse que todo cambio en M3 se corresponde en aumentos de la cantidad de depósitos dado que, como acabamos de ver, la base monetaria se mantiene en niveles casi constantes.

Sumado a esto podemos ver como el crecimiento de la cantidad de depósitos en el período hace caer al ratio circulante/depósitos. Esto permite sostener que el público sustituye la demanda de circulante a favor de los depósitos. Por lo tanto, sumamos un factor adicional que brinda indicios sobre la confianza en el sistema financiero en general y en el sistema bancario en particular ya que el público depositó en los bancos una proporción mayor de sus tenencias monetarias.

**Gráfico 7: El Ratio Circulante/Depósitos**



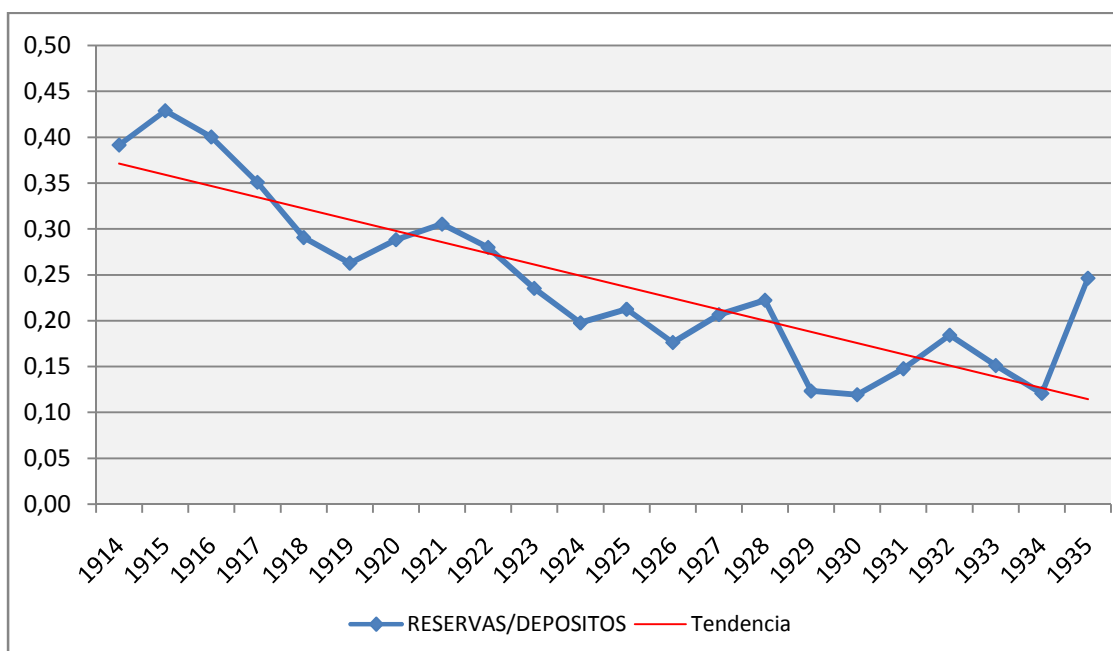
Fuente: Baiocco (1937)

A su vez, el BNA estaba comprometido explícitamente en mantener estable las “condiciones monetarias del país” como se puede leer en la Memoria del Banco Nación de 1929:

“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” (Banco de la Nación Argentina, 1929, pg. 5. Énfasis propio.)

La disminución de las reservas de oro en los bancos comerciales (y en especial en el BNA) compensaba los shocks que sufría la economía y de este modo se amortiguaban las fluctuaciones sobre el circulante. Pero al afectarse las reservas de los bancos (el encaje) para que no se altere la creación de circulante se expande el dinero bancario por medio del multiplicador<sup>23</sup>.

**Gráfico 8: El Ratio Reservas/Depósitos**



Fuente: Baiocco (1937)

Es preciso volver a insistir aquí que no se contaba con una política oficial del nivel de encaje que las instituciones debían mantener porque hasta 1935 no hubo en el sistema un Banco Central que regulara esto como en los países más desarrollados. Por lo tanto los bancos (tanto el BNA como los demás bancos domésticos y extranjeros) tomaban al ratio reservas/depósitos como una variable de decisión independiente.

La caída del encaje desde 0,44 en 1915 hasta 0,12 en 1928-29 muestra que, además de que el público dejó una parte creciente de su dinero en el banco, estas instituciones tuvieron una actitud menos conservadora. Esto trajo como consecuencia una expansión del dinero en la economía que se ve reflejada a través del Multiplicador de dinero bancario.

<sup>23</sup> "Mientras la emisión en la Caja seguía atada a las estrictas reglas del patrón oro los efectos contractivos cuando se producían salidas o la poca flexibilidad cuando no había entradas de oro se compensaba con la disminución de las reservas de oro en los bancos comerciales (principalmente en el Banco Nación que en el año 1915 llegó a una proporción de reservas con respecto al total de reservas del país de 3,13%), que incidían en una manera inversa en la creación de circulante y por otro lado por medio de los encajes se expandía el dinero bancario" Cortés Conde (2005).



El multiplicador se define como el cociente entre la Oferta Monetaria y la Base Monetaria.

$$\begin{aligned} \text{Multiplicador} &= \frac{M3}{BM} = \frac{Cir + Dep}{Cir + Res} = \frac{1}{\frac{Cir}{M3} + \frac{Res}{M3}} = \frac{1}{\frac{Cir}{M3} + \left[\frac{Res}{Dep} \cdot \frac{Dep}{M3}\right]} = \frac{1}{c + r \cdot [1 - c]} \\ &= \frac{1}{c + r - r \cdot c} \end{aligned}$$

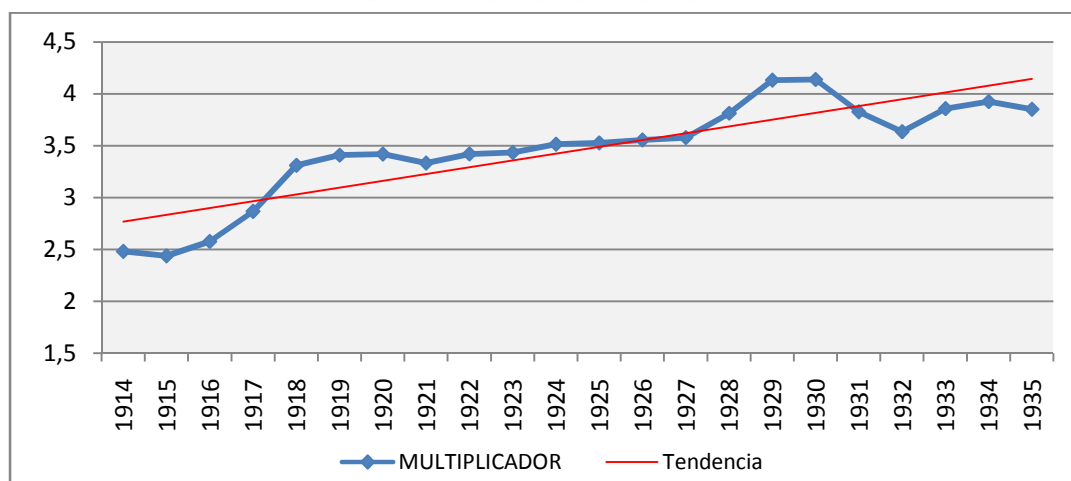
Donde:  $c = \frac{Cir}{M3}$  y  $r = \frac{Res}{Dep}$

Finalmente obtenemos:

$$M3 = \frac{1}{c + r - r \cdot c} \cdot BM$$

Luego, todo cambio en la oferta monetaria es atribuible a cambios en los tres determinantes que se han mostrado: el ratio base monetaria/oferta monetaria, el ratio reservas/depósitos y la base monetaria. En el Gráfico 9 se observa la tendencia creciente del multiplicador (pasando de 2,43 en 1914 a 4,14 en 1930) que, como se mencionó, se debe tanto a una mayor preferencia del público por los depósitos como a la reducción de las existencias de los bancos.

**Gráfico 9: El Multiplicador Bancario**



Fuente: Baiocco (1937)

Claramente este factor brinda evidencia consistente con la idea de que en este período la intermediación financiera proveía un servicio muy valioso en tanto sustituía a las preferencias del público por circulante a favor de los depósitos que colocaban basándose en la confianza del sistema.

### V.3| Comparación Internacional

El segundo indicador que utilizan della Paolera y Taylor (2003), fuertemente utilizado en la literatura, es el ratio de oferta monetaria sobre el producto: M3/PBI. Como M3 es la suma del circulante (base monetaria) más todos los depósitos, a la vista y a plazo, un aumento del circulante impactará sobre M3 y, consecuentemente, sobre éste indicador.

Para medir el grado de desarrollo financiero, lo que en realidad se busca a partir del indicador de profundización financiera M3/PBI es analizar la creación de dinero bancario. En rigor, el dinero bancario es la diferencia entre la oferta monetaria y la base monetaria (M3-M0). Bajo el régimen de patrón oro, en la comparación internacional, es esperable que la base monetaria no fluctúe mucho en ningún país, ya que la misma está determinada por los flujos de entrada y salida de oro. Sin embargo, entre 1914 y 1925, todos los países que los autores utilizan para comparar con Argentina abandonan este régimen y, por lo tanto, es esperable que la base monetaria sufra variaciones que impacten sobre M3. Lo mismo ocurrirá a partir de 1925 cuando, realizando grandes esfuerzos, retornen al Patrón Oro Internacional (comenzando en este año Gran Bretaña a la paridad de preguerra).

Como vimos en el Gráfico 6 y teniendo en cuenta que en Argentina, si bien se suspende la convertibilidad en 1914 y se retorna en 1927, la emisión continuó estando determinada por la entrada de oro a la Caja de Conversión<sup>24</sup>, comparar el grado de desarrollo financiero relativo a partir de este indicador puede ser confuso. Esto es así debido a que los aumentos de M3 en Argentina responderían únicamente a aumentos en la creación de dinero bancario mientras que en el resto de las economías que se utilizan para comparar, el aumento de M3 puede estar siendo afectado por la creación de circulante.

della Paolera y Taylor sugieren que:

“De acuerdo con las teorías establecidas de finanzas y desarrollo, el ratio de circulante a producto debería mantenerse constante o incluso disminuir, y el ratio de dinero bancario a producto debería subir mientras se intensifica el desarrollo. Tales cambios reflejarían un aumento en la sofisticación, con la sustitución de activos en el sistema financiero (dinero bancario) en vez de dinero en los bolsillos del público”  
(della Paolera y Taylor, 2003, p.172)

---

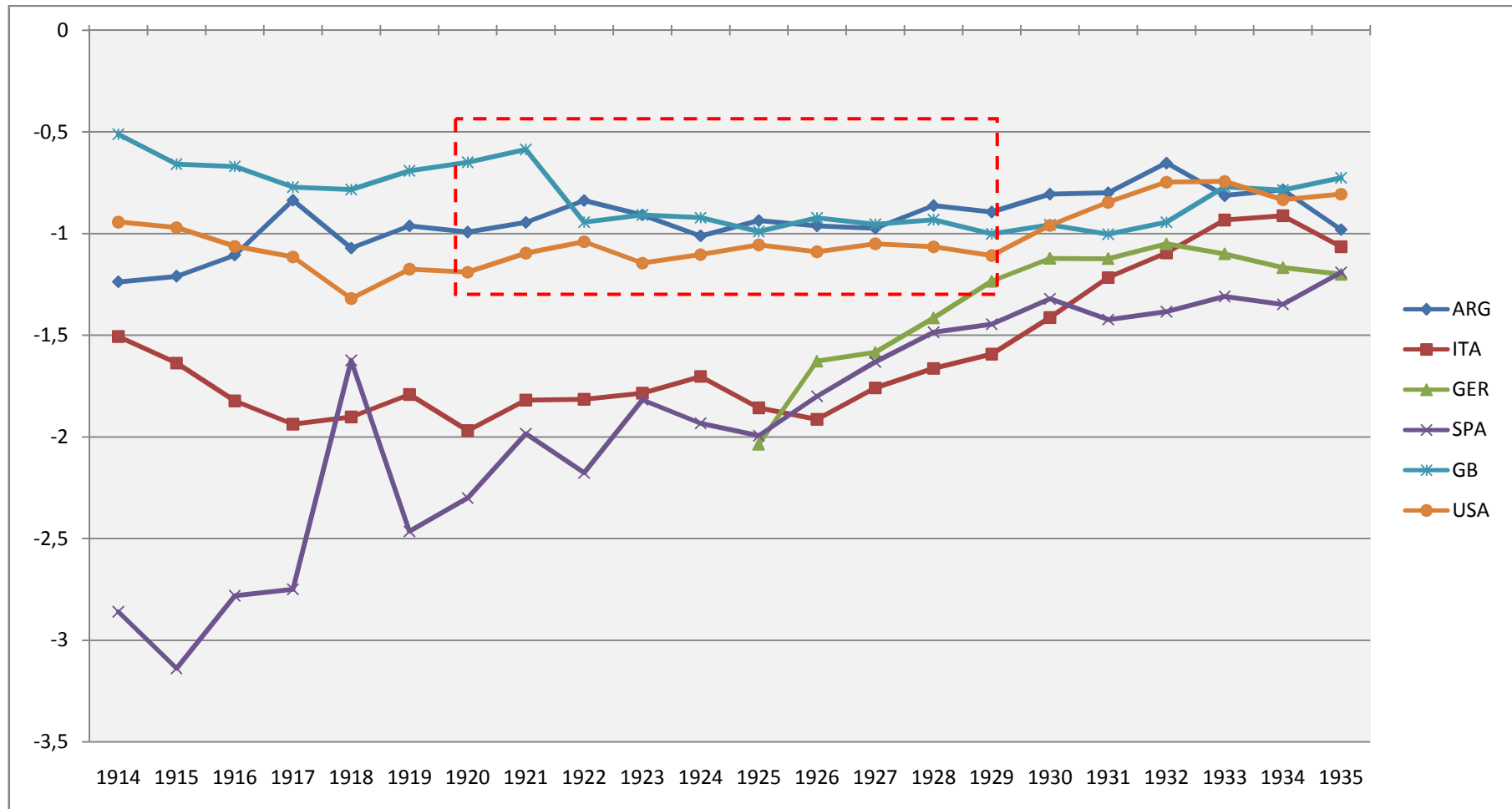
<sup>24</sup> “Bajo las reglas del patrón oro mantenidas en los años de suspensión de la convertibilidad y plenamente vigentes desde su reanudación en 1927 las variaciones de la Base Monetaria (Circulante) están determinadas por los flujos de entrada y salida de oro. Sin embargo, como dijimos, esto de alguna manera se vio afectado por los movimientos de oro en los bancos comerciales y principalmente en el Banco Nación. En alguna medida, pareciera que en los años de la guerra el Banco Nación se hubiera propuesto una política de esterilización” (Cortés Conde, 2005)

Sin embargo, a la hora de comparar el grado de desarrollo financiero relativo, lo hacen tomando como referencia M3/PBI en todos los países sosteniendo que no pudieron obtener series de circulante en manos del público para una muestra tan amplia en este período.

El Gráfico 10, que se presenta a continuación, muestra la serie anual (1914-1935) de la evolución del dinero bancario (M3-M0) respecto del producto bruto (en logaritmo). El mismo fue construido a partir de los datos publicados por B. R. Mitchell (1992 y 1993).



**Gráfico 10: Comparación Internacional del indicador de Dinero Bancario, 1914-1935**  
 (M3-M0)/PBI, en logaritmo.

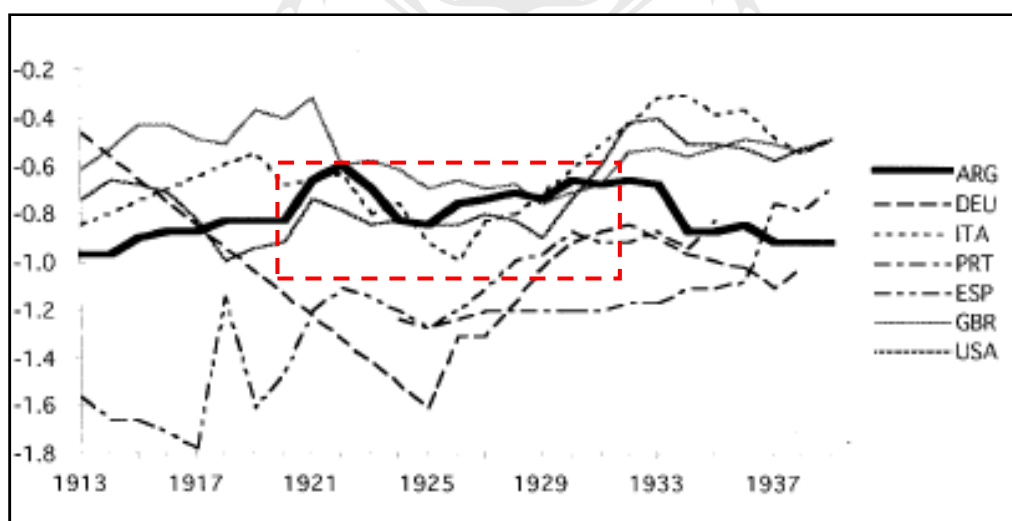


Fuente: Elaboración propia en base a Mitchell, 1992 y 1993.

En el mismo puede verse que, tanto en Argentina como en el resto de los países desarrollados (Estados Unidos y Gran Bretaña) que se usan en la comparación, el indicador de dinero bancario ( $M3-M0/PBI$ ) se mantiene relativamente estable en este período. Más aún, y ésta es la principal diferencia con el gráfico que presentan della Paolera y Taylor, éste indicador estaría mostrando que Argentina no diverge en el ratio de dinero bancario a producto entre 1914-1935, lo que lleva a concluir que el grado de desarrollo financiero del país no fue diferente al de las economías más avanzadas, al menos tomando en cuenta el indicador construido.

En *Tensando el Ancla*, la principal diferencia es que los autores proponen mirar la oferta monetaria relativa al producto ( $M3/PBI$ ) y los países desarrollados que los autores utilizan para comparar muestran un crecimiento mucho más acentuado hacia finales de la década del veinte, marcándose la divergencia de la Argentina respecto de las economías avanzadas.

**Gráfico 11: Comparación Internacional del indicador de Profundización Financiera, 1913-1939**  
M3/PBI, en logaritmo.



Fuente: della Paolera y Taylor (2003)

Luego, tomando en cuenta un indicador un poco más riguroso en términos de lo que implica la sofisticación financiera, podemos afirmar que, al menos, la evidencia que presentan dichos autores no resulta del todo clara para sostener que el sistema financiero argentino fracasó en este período.

## VI. CONCLUSIONES

della Paolera y Taylor están en desacuerdo con la visión “de algún modo optimista” que gran parte de la literatura existente sobre el desarrollo financiero del país presenta en el período de entreguerras. Para ello presentan evidencia a partir de indicadores que muestran, en cierta forma, las debilidades del sistema de dicha época. A partir de esto, cuestionan que el sistema financiero fue una de las causas del retraso relativo argentino luego de 1914.

En función de esta afirmación se buscó plantear un recorrido histórico de las instituciones y medidas que se adoptaron a partir de la Primera Guerra Mundial que de algún modo condicionaron la estructura y composición del sistema bancario. Se desprende de esta parte del análisis que a lo largo de la década del veinte los fondos prestables fueron crecientemente concentrados en una sola (y particular) institución: el Banco de la Nación Argentina. Nakamura y Zarazaga (2001) sostienen que éste hecho creó una estructura financiera desequilibrada que era vulnerable al “rent seeking” y a la “authoritarian capture”.

“The Buenos Aires Bolsa, domestic private Banks, and the BNA (Banco de la Nación Argentina) were all channels for directing domestic savings into private investment. Of the three, as we shall see, only the BNA was able to rise in importance over the entire course of the period we investigate [1900-1935]. As a quasi-public entity, the BNA was in a strong position to provide inside money to the Argentine economy, but it was probably not nearly as appropriate a provider of private investment finance.”  
(Nakamura y Zarazaga, 2001, p.4)

Se mostró también que deducir del nivel de crédito total de la economía a los montos de préstamos otorgados por el BNA – argumentando que como banco oficial se comportaba como “agente financiero del Gobierno Nacional” – puede resultar cuestionable. Entre otras razones, esto se debe a la importante actividad comercial que el banco desarrollaba y que queda explícita en el impulso que se da en este período a los créditos personales y prendarios (reflejada también a partir de la creación de una enorme cantidad de sucursales en las provincias del interior del país). Además, dada la creciente importancia que toma el BNA, no tomarlo en cuenta significa dejar de lado al 45% del sistema financiero del país.

El BNA comienza a tener una participación cada vez más importante desde el estallido de la Primera Guerra Mundial y esto provoca que muchos otros bancos pierdan no sólo los depósitos sino también la relación con sus clientes, incrementándose de este modo el “costo de intermediación crediticia” (CCI) al que Bernanke (1983) hace referencia. Resulta válido cuestionarse en función de esto porqué no surge en 1914 un Banco Central en lugar de ser el BNA quien tenga que salir a amortiguar los golpes que recibe el sistema financiero a pesar de no tener un mandato explícito como prestamista de última instancia. Más aún, es complejo entender porque el BNA toma los riesgos asociados a los redescuentos que entrega a los bancos privados poniendo en juego sus objetivos bancarios (della Paolera y Taylor, 2001). Desde el punto de vista de la economía política, este interrogante puede proveer un importante punto de partida para una investigación futura.

Un indicador financiero que tome en cuenta no sólo el volumen sino también el grado de eficiencia de la intermediación sería mucho más concluyente sobre el desempeño comparado de la Argentina, pero basándonos en los indicadores que propone la literatura y el indicador alternativo que se presenta en el Gráfico 10, no es posible sostener con total certeza que la intermediación financiera en la década del veinte tuvo un desarrollo muy dispar al del resto de las economías desarrolladas.

Vimos entonces que tanto los indicadores financieros que toman en cuenta el volumen de intermediación (CREDITO PRIVADO/PBI) como el grado de profundización financiera (con la justificación desde el lado monetario para aproximar esta medida a partir de un indicador alternativo) no son suficientes para explicar la relativa mala performance de la economía argentina a lo largo de la década del veinte. Por lo tanto, un análisis más amplio sobre el desempeño macroeconómico de la Argentina en este período requerirá ir más allá de los estudios sobre el “canal de crédito”.

## VII. REFERENCIAS

- [1] Allen, F. & Gale, D. (2000). *Comparing Financial Systems*. Cambridge and London: MIT Press.
- [2] Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Londres: H.S. King.
- [3] Baiocco, P. (1937). *La Economía Bancaria Argentina a través de sus Índices más Significativos en el Período 1900-1935*. Buenos Aires: Universidad de Buenos Aires, Facultad de Ciencias Económicas, Instituto de Economía Bancaria.
- [4] Banco de la Nación Argentina (1930). *Memoria del Banco de la Nación Argentina, 1929*. Buenos Aires: Banco de la Nación Argentina.
- [5] Banco de la Nación Argentina. (1941). *El Banco de la Nación Argentina en su Cincuentenario*. Buenos Aires: Banco de la Nación Argentina.
- [6] Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2004). Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Size Matter? *Journal of Finance*, 60 (1), 137-177.
- [7] Beck, T., Levine, R. & Loayza, N. (2000). Finance and the Sources of Growth. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), 261-300.
- [8] Bernanke, B. & James, H. (1991). The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison. En *Financial Markets and Financial Crises*, ed. R. Hubbard. Chicago: University of Chicago Press.
- [9] Bernanke, B. (1983). Non-monetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression. *American Economic review*, 73 (3), 257-276.
- [10] Bordo, M. (1990). The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Experience. *Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Review*, 18-29.
- [11] Bureau of the Census (1975). *Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970*. United States: Bureau of the Census.
- [12] Calomiris, C. (2000). *U.S. Bank Deregulation in Historical Perspective*. Cambridge, Mass.: Cambridge University Press.



- [13] Claessens, S. & Laeven, L. (2005). Financial Dependence, Banking Sector Competition, and Economic Growth. *Journal of the European Economic Association*, 3 (1), 179-207.
- [14] Comité Nacional de Geografía. (1941). *Anuario Geográfico Argentino*. Buenos Aires: Comité Nacional de Geografía.
- [15] Cortés Conde, R. (2005). *La Economía Política de la Argentina en el Siglo XX*. Buenos Aires: Edhasa.
- [16] De Gregorio, J. & Guidotti, P. (1995). Financial Development and Economic Growth. *World Development*, 23 (2), 433-448.
- [17] della Paolera, G. & Ortiz, J. (1994). Dinero, Intermediación Financiera y Nivel de Actividad en 110 Años de Historia Económica Argentina (Primera Parte). UTDT, mimeo.
- [18] della Paolera, G., & Taylor, A. (2003). *Tensando el Ancla: La Caja de Conversión Argentina y la Búsqueda de la Estabilidad Macroeconómica 1900-1935*. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica de Argentina.
- [19] Diamond, D. W., & Dybvig, P. H. (1983). Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy*, 19 (3), 401-419.
- [20] Díaz Alejandro, C. (1985). Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash. *Journal of Development Economics*, 19 (1-2), 1-24.
- [21] Dirección General de Estadística (1926). *Censo Bancario de la República Argentina*, Buenos Aires: Dirección General de Estadística.
- [22] Eichengreen, B. (1992). *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*. New York: Oxford University Press.
- [23] Fisher, I. (1933). The Debt Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*, 1 (4), 337-357.
- [24] Freixas, X., & Rochet, J. C. (2008). *Microeconomics of Banking*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- [25] Friedman, M. & Schwartz, A. (1963). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton, N.J.: Princeton University Press.

- [26] Goldsmith, R. (1969). *Financial Structure and Development*. New Haven, CT: Yale University Press.
- [27] Goodfriend, M., & King, R. (1988). Financial Deregulation, Monetary Policy, and Central Banking. En *Restructuring Banking and Financial Services in America*, ed. W. Haraf & R. M. Kushmeider. Washington: American Enterprise Institute.
- [28] Goodhart, C. (1987). Why do Banks Need a Central Bank? *Oxford Economic Papers* 39 (1), 75-89.
- [29] Goodhart, C. (1995). *The Central Bank and the Financial System*. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- [30] Guiso L., Sapienza P. & Zingales L. (2004). Does Local Financial Development Matter? *Quarterly Journal of Economics*, 119 (3), 929-969.
- [31] Hicks, H. (1969). *A Theory of Economic History*. Oxford: Clarendon Press.
- [32] King, R. & Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, 108 (3), 717-737.
- [33] La Porta R., López-de-Silanes, F., Shleifer A. & Vishny, R. (1997). Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 52 (3), 1131-1150.
- [34] Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35 (2), 687-726.
- [35] Levine, R. (2002). Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is Better? *Journal of Financial Intermediation*, 11 (4), 398-428.
- [36] Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. En P. Aghion, & S. Durlauf, *Handbook of Economic Growth* (Vol. 1). Amsterdam: Elsevier.
- [37] Lucas, R. (1988). On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*, 22 (1), 3-42.
- [38] McKinnon, R. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington, DC: Brookings Institution.
- [39] Merton, R. & Bodie, Z. (2004). The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure. *NBER Working Paper W10620*.

- [40] Miron, J. (1986). Financial Panics, the Seasonality of the Nominal Interest Rate, and the Founding of the Fed. *American Economic Review*, 76 (1), 125-140.
- [41] Mitchell, B. (1992). *International Historical Statistics: Europe, 1750-1988*. New York: Stockton Press
- [42] Mitchell, B. (1993). *International Historical Statistics: The Americas, 1750-1988*. New York: Stockton Press.
- [43] Nakamura, L. & Zarazaga, C. (1998). Economic Growth in Argentina in the Period 1900-1930: Some Evidence from Stock Returns. En John H. Coatsworth & Alan M. Taylor, *Latin America and the World Economy Since 1800*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 247-270.
- [44] Nakamura, L. & Zarazaga, C. (2001). Banking and Finance in Argentina in the Period 1900-35, *CLAE Working Paper*, NO.0501.
- [45] Prebisch, R. (1932). La Acción de Emergencia en el Problema Monetario. *Revista Económica*, 5 (2), 31-46.
- [46] Prebisch, Raúl (1921). Anotaciones Sobre Nuestro Medio Circulante. *Revista de Ciencias Económicas*, 2 (3).
- [47] Rajan, R. & Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, 88 (3), 559-586.
- [48] Repullo, R. (2005). Liquidity, Risk-Taking, and the Lender of Last Resort. *International Journal of Central Banking*, 1 (2), 47-80.
- [49] Robinson, J. (1952) *The Rate of Interest, and Other Essays*. London: Macmillan.
- [50] Roubini, N. & Sala-i-Martin, X. (1992). Financial Repression and Economic Growth. *Journal of Development*, 39 (1), 5-30.
- [51] Salama, E. (1997). El Orden Monetario Caja de Conversión – Banco de La Nación, *Documento de Trabajo N°1*, Buenos Aires: Universidad Nacional de La Plata.
- [52] Schumpeter, J. (1912). *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung [The Theory of Economic Development]*. Leipzig: Dunker & Humblot; traducido por Redvers Opie. Cambridge, Mass: Harvard University Press.

- [53] Shaw, E. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- [54] Tadesse, S. (2002). Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence. *Journal of Financial Intermediation*, 11 (4), 429-454.
- [55] Temin, P. (1989). *Lessons from the Great Depression*. Cambridge Mass.: MIT Press.
- [56] Thornton, H. (1802). *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. Edited by F. A. Hayek. Fairfield: Augustus M. Kelley.



Universidad de  
**San Andrés**