

La Década Infame: la crisis del 30, el Pacto Roca-Runciman y la creación del Banco Central

De la caja de conversión al régimen fiduciario, 1929-1940

Franco Godino

Facultad de Ciencias Económicas — Universidad Nacional de Córdoba

Capítulo 2: Los años entre las dos guerras (1914-1945)

- 1 El punto de partida
- 2 El shock externo
- 3 De la crisis económica a la crisis política
- 4 La política fiscal
- 5 La política monetaria
- 6 Control de cambios y Roca-Runciman
- 7 El sistema bancario
- 8 La creación del Banco Central
- 9 El BCRA en acción
- 10 Balance

¿Por qué el país más ortodoxo de la periferia fue uno de los primeros del mundo en abandonar el patrón oro y se adelantó a casi todo el núcleo desarrollado al romper la regla de emisión?

- Shock externo sobre una economía extremadamente abierta y endeudada
- Una decisión de política económica: ¿default externo o interno?
- La relación entre ortodoxia fiscal y ortodoxia monetaria: ¿complementariedad o rivalidad?

#	Eslabón	Contenido
1	Régimen rígido, economía abierta	Convertibilidad restablecida en 1927 a la vieja paridad de 2,27 sobre una economía con el 96 % de exportaciones agropecuarias y tres cuartos de los recursos fiscales atados al comercio exterior.
2	El shock empieza antes del crack	Pérdida de 173 millones de dólares de reservas entre junio de 1928 y septiembre de 1929; el trigo cae 30 % entre mayo de 1928 y mayo de 1929.
3	Suspensión de la convertibilidad	Decreto del 16 de diciembre de 1929. Fin del patrón oro, pero la emisión fiduciaria sigue congelada en 293 millones.
4	La crisis fiscal precipita la política	En 1930 se financia con deuda el 40 % del gasto. El 6 de septiembre cae Yrigoyen.
5	Se decide no defaultear	A diferencia de Bolivia, Perú, Chile y Brasil. El único recurso fiscal disponible es el oro de la Caja.
6	Sacar oro = destruir base monetaria	Servir la deuda equivale a una contracción monetaria deliberada en plena depresión.
7	Abril de 1931: el cambio de régimen	Se invoca la ley de redescuentos de 1914. El coeficiente que ligaba oro y base monetaria cae de 1,00 a 0,05.
8	La institucionalización	Control de cambios (1931 y 1933), Empréstito Patriótico (1932), Roca-Runciman (1933) y el Banco Central (1935).

1. El sistema de caja de conversión

Las tres piezas

- **Caja de Conversión**: monopolio de emisión, paridad legal y conversión absoluta.
- **Banco de la Nación Argentina** (1891): banco comercial público.
- **Fondo de Conversión**: reservas de oro para respaldar la emisión (¿cuál?)

El sistema tardó una década en implementarse, mientras se generaba acumulación de reservas (auge del modelo agroexportador) y se reestructuraron las deudas externas (nacional, provincial y garantías ferroviarias).

1. Avatares del sistema hasta el crack de 1929

El patrón oro clásico (1900-1914)

- Paridad legal (2,27) y *adhesión al principio de la Currency School*
- Balanza comercial superavitaria e ingreso de capitales
- Solidez del Fondo de Conversión, 73 % respaldado (1913)
- Relativa solidez fiscal
- Solidez bancaria y Banco Nación sin funciones bancocentralistas

El período de entreguerras (1919-1929)

- Salida de capitales y mejora de la BP a partir de 1925
- *Continuidad de la autorregulación* hasta 1927 y movilización del Fondo de Conversión para pago de deuda externa (1924)
- Convertibilidad, adhesión al principio de la *Currency School* y recomposición del Fondo de Conversión, 84 % de cobertura (1929)
- Asistencia del Banco Nación al Tesoro y a otros bancos



La Primera Guerra Mundial (1914-1919)

- Deterioro de la balanza comercial y salida de capitales
- Suspensión de la convertibilidad y abandono del principio de la *Currency School*
- Funciones bancocentralistas de la Caja de Conversión: movilización del Fondo de Conversión y salvataje del sistema bancario
- Etapa de “*autorregulación*” y tipo de cambio flexible
- Disciplina fiscal ante la pérdida de ingresos y asistencia del Banco Nación

1. Un dato decisivo: las bóvedas llenas

El "patrón oro esporádico"

La Argentina ya había salido del patrón metálico en **1876, 1885, 1914 y 1927-29**. **Lo distintivo de 1929 no es la salida: es que esta vez no habría retorno.**

Por qué importa

Los países del núcleo (Italia, Países Bajos, Noruega, Estados Unidos) nunca superaron el 50 %. Ese stock es a la vez el **fruto de treinta años de ortodoxia** y **el recurso fiscal que se gastará entre 1929 y 1934**: da margen para pagar la deuda sin defaultear, pero cada onza que sale reduce mecánicamente la base monetaria.

1. Vulnerabilidades I: el frente externo

Estructura de exportaciones

- El **96 %** de las exportaciones eran agropecuarias
- Productor de **zona templada** (¿con quién compite)
- No era tomador de precios

Capital extranjero

- "*Cuatro Grandes*" cerealistas (60 % a 80 % de la exportación de granos) y frigoríficos organizados en un *pool* de tres empresas eamericanas y dos inglesas
- Quienes proveían las divisas eran unas pocas firmas
- El capital extranjero poseía el **32 %** de todo el capital fijo. El servicio de deuda y utilidades se llevaba el **31,3 %** de los ingresos por exportaciones y el 8,5 % del PBI.

1. Vulnerabilidades II: fisco y comercio triangular

Tesoro dependiente del comercio exterior

- El 60 % de la recaudación era al comercio exterior
- Las importaciones caían en conjunto con la baja de las exportaciones

La estructura triangular de pagos

- Superávit comercial con Gran Bretaña, déficit con Estados Unidos: en 1912 UK aportaba el 34 % de las importaciones argentinas y Estados Unidos el 17 %; para 1929 las cifras eran 19 % y 27 %.
- Pero la mayoría de los capitales eran británicos: ¿qué implicaba?

El punto analítico

Bajo caja de conversión con cuenta capital abierta, la política monetaria no existe como instrumento. El shock se transmite *amplificado*.

2. La crisis llegó antes que Wall Street

El éxodo de capitales de 1928

- El auge de Wall Street y la política deflacionaria (Δi) de la Reserva Federal drenaban fondos desde la Argentina ya en el segundo semestre de 1928.
- Entre junio de 1928 y septiembre de 1929 el país perdió **173 millones de dólares** de reservas.
- En 1929 no hubo *ningún* empréstito público y la inversión extranjera privada cayó marcadamente. La cuenta capital pasó de **+125,1** millones de dólares en 1928 a **-3,4** en 1929.

La caída del precio del trigo El quintal de trigo bajó de **11,81** pesos en mayo de 1928 a **8,44** en mayo de 1929: casi **-30 %**. La causa de fondo era estructural: sobreproducción agrícola mundial. La brecha entre el área cultivada con trigo "real" y "necesaria" pasó del 6,9 % a fines del siglo XIX al 15 % en los años treinta.

2. El derrumbe del comercio exterior

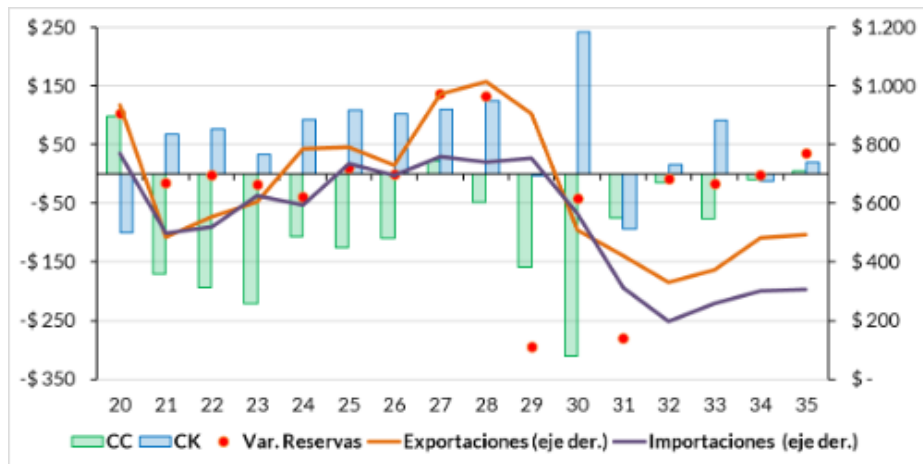
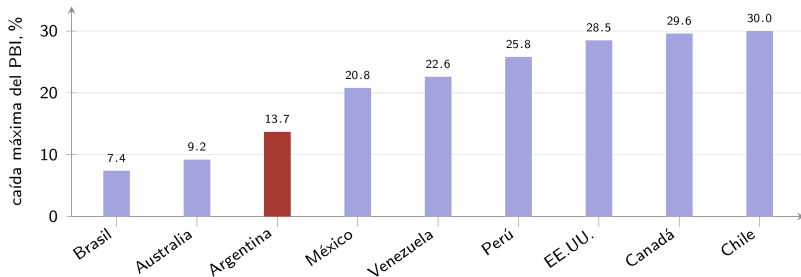


Figura 1: Evolución del comercio exterior y los componentes de la balanza de pagos argentina entre 1920 y 1930.

2. Una depresión leve del producto

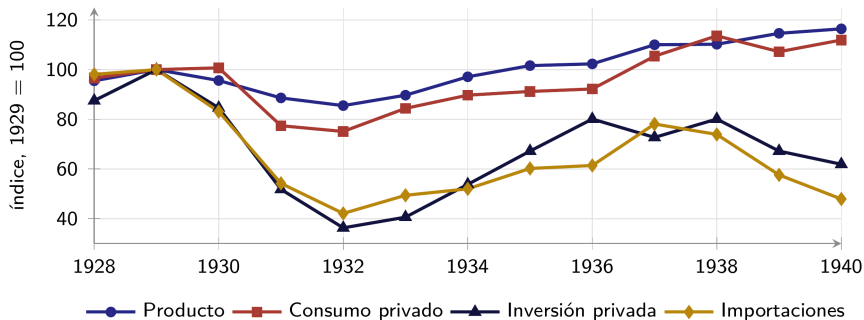


Rara avis: Argentina 1929-32

- PIB: **-13,7 %**, contra un promedio de **-20,9 %**.
- La deflación acumulada fue de $\approx 6 \%$, contra más del 20 % en Estados Unidos y Canadá.
- PBI recupera el nivel de 1929 ya en 1934-35.

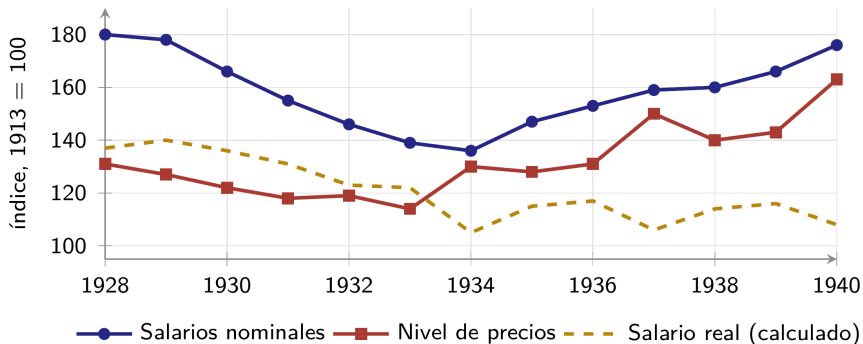
Si el shock externo fue *de los más severos del mundo*, ¿por qué la depresión resultó *de las más leves*?

2. Dónde cayó el ajuste



La **inversión y el consumo caen mucho mas que el producto**. ¿Dónde se absorbe el ajuste? La inversión empieza a recuperarse en **1932**, justo después de la caída de la tasa real de interés.

2. El impacto social



- Desocupación en torno al **28 %** de la fuerza laboral en el peor momento.
- Los salarios nominales caen *más* que el costo de vida. Aun en 1935 el Departamento Nacional del Trabajo calculaba un salario medio de jefe de familia de **127** pesos frente a gastos mínimos de **164**.
- Migración interna masiva: en 1943 los migrantes internos eran el **28 %** de la población del Gran Buenos Aires.

3. El golpe del 6 de septiembre de 1930

Debilidad del gobierno

- Yrigoyen vuelve en 1928 con apoyo masivo, pero bordeando los ochenta años. La ventaja del oficialismo cae de más de **300.000** votos en 1928 a menos de **10.000** en las legislativas de 1930.
- Prédica opositora de socialistas independientes, demócratas progresistas y del grupo de *La Nueva República*, que critica no sólo al gobierno sino a la democracia misma (Lugones y "la hora de la espada").
- Descontento militar: manejo político de los ascensos y caída del gasto en material bélico de 42 a 16 millones de pesos entre 1928 y 1929.

Dos proyectos militares en pugna

- **Uriburu**: reemplazar el sistema de partidos por representación corporativa, a la italiana. Admira a Primo de Rivera y a Mussolini.
- **Justo**: "legalidad sin Yrigoyen". Restauración conservadora dentro de las formas institucionales. Es el proyecto que triunfa.

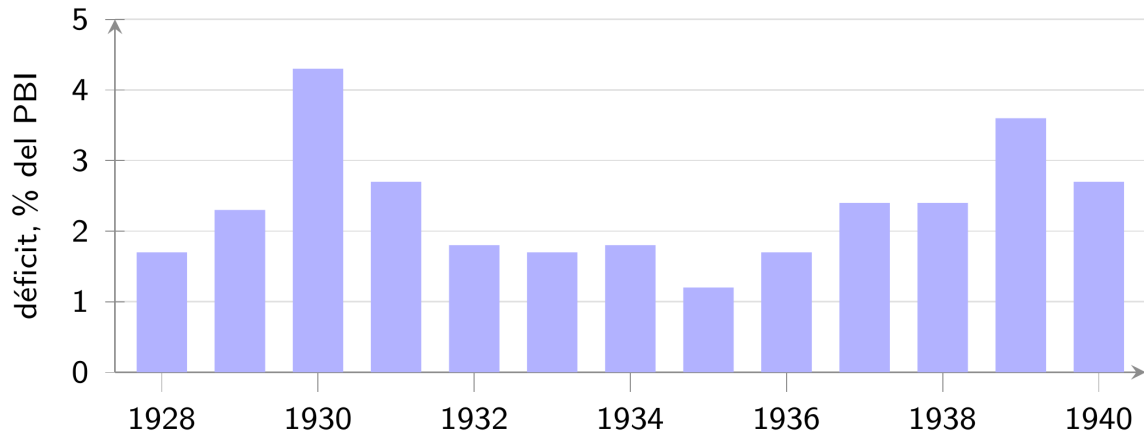
3. La Concordancia y el "fraude patriótico"

- **Justo (1932-1938)**, electo con abstención radical al frente de la *Concordancia*. Fraude sistemático y creciente.
- **Ortiz (1938-1940)**, electo mediante fraude, intenta paradójicamente restaurar prácticas electorales limpias e interviene Catamarca y Buenos Aires. Su enfermedad y licencia en 1940 clausuran esa posibilidad.
- **Castillo (1940-1943)**: neutralismo, fraude y finalmente el golpe del 4 de junio de 1943 — materia de la clase siguiente.

Una tensión interesante

La "Década Infame" es simultáneamente el período de mayor **degradación de la legitimidad política** y el de mayor **innovación institucional** en materia económica. El fraude permitió que un gobierno *políticamente* débil fuera *técnicamente* audaz, incorporando funcionarios sin filiación partidaria y sosteniendo decisiones que un gobierno con legitimidad (y responsabilidad) electoral quizá no habría podido tomar.

4.PF El deterioro fiscal y la reacción ortodoxa



4.PF Las herramientas del ajuste

Por el lado de los ingresos

- Abril de 1931: se gravan artículos extranjeros hasta entonces exentos.
- Octubre de 1931: **adicional del 10 %** sobre todos los artículos que pagaban derechos de importación (el arancel promedio pasa del 28 % a ≈ 36 %) e **impuesto a las transacciones**, que rige hasta 1934.
- Enero de 1932: **impuesto de emergencia a los réditos**.

Los impuestos directos pasan de 25 millones de pesos en los años veinte (<5 % de los recursos) a **92 millones en 1933** (casi 15 %).

Por el lado de los gastos

- Comisión de Presupuesto (diciembre de 1930), Comisión Reguladora de Gastos (junio de 1931) y Comisión de Reforma Administrativa (mayo de 1933).
- Reducción *progresiva* de salarios públicos: del 0,5 % para quienes ganaban 105 pesos mensuales hasta el 22,5 % en los tramos altos.
- El recorte fue particularmente recesivo: cayó sobre todo la inversión pública, mientras el servicio de la deuda mantenía su prioridad

Al país se le habrían dos caminos para enfrentar la depresión. A diferencia de Bolivia, Perú, Chile y Brasil, la Argentina **nunca interrumpió el servicio de su deuda externa**.

¿Por qué?: Dos posibles explicaciones

- **Presión británica.** Gran Bretaña era simultáneamente el principal acreedor y el principal cliente, y siempre le quedaba la posibilidad de represalias comerciales.
- **Reputación.** della Paolera y Taylor proponen que Argentina buscó preservar su acceso a los mercados de capital durante los años 30, y lo consiguió.

La consecuencia monetaria

Con el crédito externo cerrado, sin margen tributario y sin default externo, **el único recurso fiscal disponible era el oro ocioso en las bóvedas de la Caja**. **Sostener la ortodoxia fiscal exigía abandonar la ortodoxia monetaria.**

4.PF Las conversiones de deuda (1933-1937)

La operación

Bajo el ministerio de Pinedo se canjean **930 millones de pesos** de deuda interna, bajando el interés del 6 % al 5 %. Se dio a los tenedores la posibilidad de vender los títulos al gobierno o canjearlos por un papel de menor interés anual y plazo más largo; como las alternativas de inversión no eran buenas, la mayoría aceptó el canje.

- Entre 1934 y 1937 se convierten también deudas en libras, francos y dólares, alargando plazos y reduciendo intereses.
- Parte de la deuda fue *repatriada*: títulos en moneda extranjera sustituidos por bonos en pesos. Hacia 1937 cerca de **tres cuartos** de las obligaciones argentinas de largo plazo se mantenían en el país, contra alrededor de la mitad en 1929 y menos de un quinto en 1914.
- Junto con la recuperación económica y el apego a la ortodoxia, las conversiones explican la mejora fiscal a partir de 1934. La decisión presupuestaria más relevante del ministerio de Pinedo fue, además, la **unificación de los impuestos internos**, que reemplazó una intrincada red de gravámenes provinciales y nacionales.

5.PM Los cuatro cambios institucionales

Fecha	Norma	Efecto
Dic-29	Decretos de Yrigoyen	Suspende la convertibilidad: la Caja deja de estar obligada a entregar oro sellado a cambio de moneda papel. Fin del patrón oro . El oro cotiza libremente hasta octubre de 1931. Además, autoriza al BNA a redescontar contra la Caja de Conversión según ley de 1914.
Abr-31	Decreto (leyes 9479 y 9577)	El cambio de régimen . Operativiza el régimen de redescontos en la Caja de Conversión. Crea una Comisión de Redescuento y una Oficina de Contralor de Bancos. El tope sube a 270, 320 y 360 millones en el curso del año.
Sept-31	Decreto 1060	Control de cambios , primera etapa. Comisión de Control de Cambios que fija diariamente los tipos y centraliza la compraventa de divisas. Falla: pesos bloqueados
May-1932	Ley 11.580	Empréstito Patriótico. Por primera vez la Caja emite contra deuda del sector público: entrega billetes contra títulos no colocados, aforados al 85 % de su valor nominal y en caución.
Nov-1933	Decretos 31.130 y 31.864	Control de cambios, segunda etapa: permiso previo de importación, desdoblamiento del mercado y tipos de cambio múltiples.

5.PM La suspensión de la convertibilidad (Dic-1929)

"Déjase sin efecto el decreto de agosto 25 de 1927 y manténgase en vigor las disposiciones anteriores por las cuales se suspenden los efectos del artículo 7.º de la Ley 3871, en cuanto se obliga a la Caja de Conversión a entregar oro sellado en cambio de moneda papel." Decreto del 16/12/1929, art. 1.º

Qué cambia en concreto

- La Caja deja de estar obligada a entregar 1 peso oro por 2,27 pesos papel.
- El oro pasa a cotizar *libremente en el mercado*, con tipo de cambio flexible, hasta octubre de 1931.
- Fundamento invocado: "el estado de inseguridad en la regularidad y estabilidad de la moneda por que atraviesan los principales centros financieros del mundo ... motivando la salida de metálico sin causas verdaderamente justificadas".

Lectura

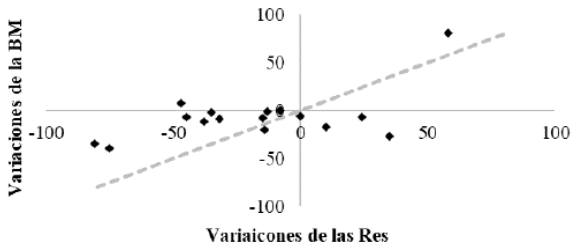
Suspender la convertibilidad **¿equivale a hacer política monetaria?** ¿qué sería hacer política monetaria en este contexto?

5.PM El comportamiento anticíclico previo a los redescuentos

Gómez (2018): diciembre 1929 - marzo 1931

- De 16 variaciones de reservas, **10 (63 %)** fueron negativas.
- De esas 10, **9 (90 %)** estuvieron acompañadas de variaciones negativas del circulante.
- De esas 9, en **8 (89 %)** la caída de reservas fue *mayor en valor absoluto* que la caída del circulante.

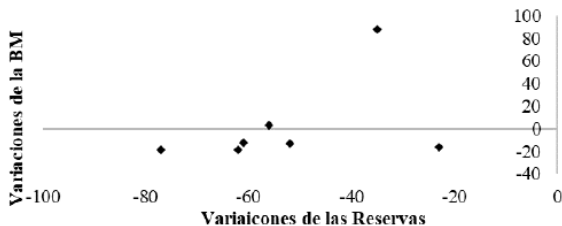
Variaciones *menos que proporcionales* de la base ante caídas de reservas: eso es comportamiento **anticíclico**: la Caja atenúa activamente el shock.



5.PM Abril a Octubre de 1931: la Caja de Conversión redescuenta

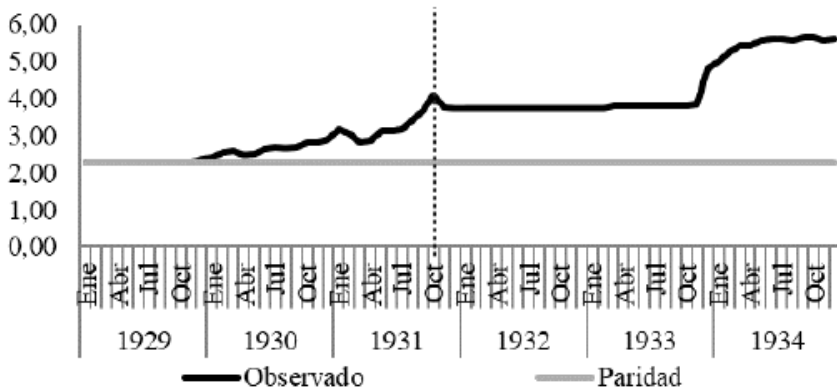
La norma

- Las **leyes 9479 y 9577**, de agosto de 1914, ya autorizaban a la Caja a redescantar papel comercial mientras el respaldo metálico se mantuviera por encima del **40 %**.
- **Nunca se habían aplicado**. Salvo tres meses en la crisis de 1925, la autoridad monetaria jamás emitió notas fiduciarias.
- El decreto del 4 de diciembre de 1929 autorizó al BNA a redescantar hasta 200 millones. *Tampoco se usó*. Recién el decreto del **25 de abril de 1931** lo puso en operación, creando además una Comisión de Redescuento y una Oficina de Contralor de Bancos.

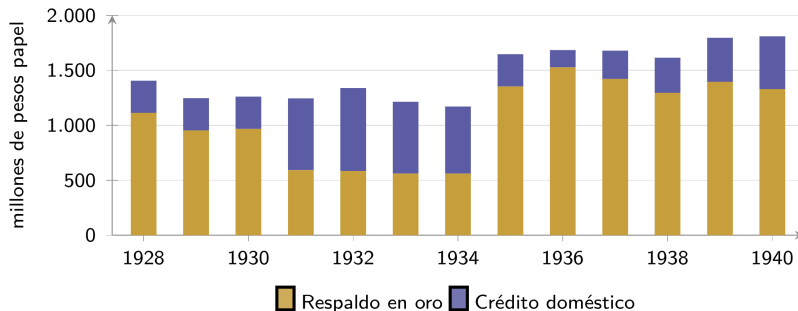


5.PM El rol del tipo de cambio

Entre abril y octubre de 1931, el tipo de cambio (de 2,88 a 4,11 pesos papel por peso oro) y los redescuentos (264,42 millones) hicieron que el circulante *aumentara* 12,57 millones mientras las reservas caían 367,46. En paralelo, el gobierno provisional movilizó prácticamente todo el **Fondo de Conversión** (30 millones de pesos oro) para pagar la deuda externa.



5. La composición de la base monetaria



- El crédito doméstico, **congelado en 293 millones durante 32 años** (ley de 1899), salta a 652 y a **755** en 1932.
- A fines de 1931, las notas fiduciarias redescontadas pasaron de cero a cerca del **30 %** de la base.
- El respaldo en oro cae del **78 %** (objetivo de 1929) al **43 %** en 1932: apenas por encima del piso legal del 40 %.
- El salto del oro en 1935 **no** es acumulación de reservas: es la *revaluación* contable al pasar la paridad de 2,27 a 4,96 pesos papel por peso oro. Generó 663,4 millones para el gobierno, de los cuales casi el 60 % financió el Instituto Movilizador.

5.PM El Empréstito Patriótico (Ley 11.580, Mayo 1932)

El mecanismo

- Autorización para emitir un empréstito interno de hasta **500 millones** de pesos. Se crea la *Junta Autónoma de Amortización*.
- Se buscaba que sea suscripto por la población apelando a coacción "moral". La suscripción pública recaudó $\approx$ 150 millones: **fracasó**.
- Ante el fracaso, la Caja entregó billetes de curso legal a la Junta a cambio de los títulos no colocados, **aforados al 85 % de su valor nominal** y en caución. Se obtuvieron así unos 170 millones adicionales.

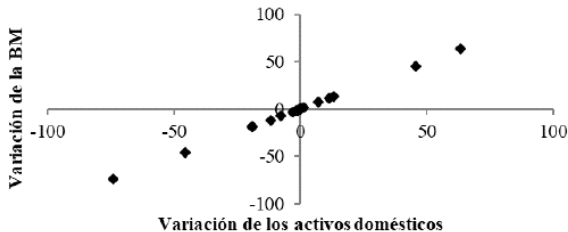
Por qué era necesario

La **deuda flotante** alcanzó el 14 % del PBI en 1931 y llegó al **39 % de la deuda total en 1932**, su máximo. El BNA financiaba en promedio el 35 % de esa deuda flotante y ya no daba abasto.

5.PM El comportamiento bajo control de cambios: I Etapa

Marzo 1932 - octubre 1933

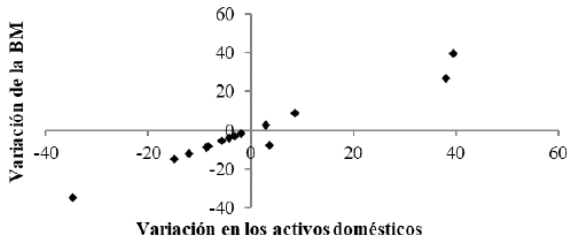
- El control de cambios fija el tipo en 3,75 y las reservas se estabilizan en 353,88 millones de pesos papel. **El tipo de cambio deja de ser instrumento monetario.**
- **Relación de 1 a 1 entre base monetaria y activos domésticos:** la base se independizó totalmente de las reservas y pasó a explicarse por los redescuentos y los adelantos al gobierno contra títulos del Empréstito Patriótico.



5.PM El comportamiento bajo control de cambios: II Etapa

Noviembre 1933 - diciembre 1934

- Segunda etapa del control de cambios, acompañada de devaluación: el tipo sube un **42 %** entre noviembre de 1933 y marzo de 1934 (9 % promedio mensual), el aumento más pronunciado de todo el período.
- Las reservas tocan su **mínimo global** (226 millones) en septiembre de 1934, compensado por el **máximo global** del tipo de cambio (5,64) en la misma fecha.
- Predominan las disminuciones del circulante, respaldadas por la devolución de redescuentos y la leve baja del crédito al Estado.



5.PM ¿Por qué funcionó? El "efecto Mundell"

Dos canales posibles de recuperación (Temin)

- **Efecto Keynes:** una inyección directa de liquidez baja la tasa *nominal* y estimula la demanda agregada.
- **Efecto Mundell:** un cambio decisivo de *régimen* destruye las expectativas deflacionarias, bajando la tasa *real ex ante*, mejorando hojas de balance y calidad de activos.
- **No hubo efecto Keynes.** Las esterilizaciones compensaron las salidas de oro pero nunca las sobre-compensaron. Las tasas nominales eran bajas y tenían poco recorrido.
- **Sí hubo efecto Mundell.** Las tasas reales, en torno del 10 % en 1929-31, caen a partir del inicio de los redescuentos. Sin esa acción, el contrafactual las ubica entre **20 y 30 %** en 1931-34. Consumo e inversión se recuperan desde 1932.

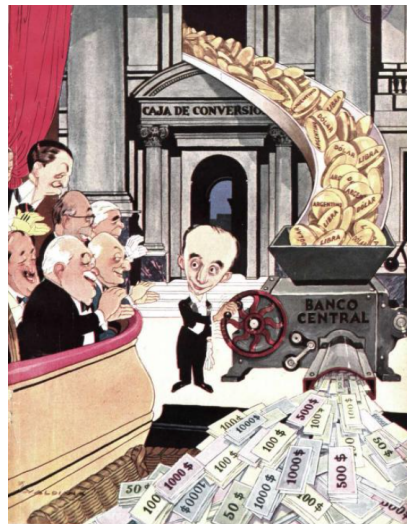
La prueba de mercado

En 1930 la prima del oro nunca superó el **28 %**. Cuando las autoridades empezaron a esterilizar la salida fiscal de oro mediante redescuentos en 1931, la prima **saltó al 81 %** y nunca volvió atrás. El mercado entendió de inmediato que la desvinculación entre oro y moneda era permanente. Y tenía razón.

5. La escena que conviene contar

"El sistema bancario estaba al borde del colapso y decidimos invocar una vieja ley de redescuentos que nunca se había aplicado ... Entonces Pinedo, que estaba en la oposición al Gobierno Provisional ... vino a verme; tengo ahora una imagen clara de aquel momento; dijo: Prebisch, ¿qué barbaridad van a hacer?'. Estaba agitado ... tan nervioso que no quería sentarse. Le expliqué la situación crítica del Banco de la Nación. El Banco de la Nación era la institución que administraba la Cámara Compensadora. El dinero que el Banco de la Nación tenía en sus bóvedas era menor que el efectivo en la Cámara Compensadora. Eso le dice a usted la gravedad de la situación ... Y Pinedo creía que provocaríamos inflación. Le expliqué durante dos horas."

— Raúl Prebisch, entrevista, en della Paolera y Taylor (2003: 204)



El fenómeno de la Casa Rosada

6. El control de cambios: primera etapa (Oct-1931)

El diagnóstico oficial

"Que el abandono del Patrón oro por Inglaterra ha causado en los mercados mundiales . . . una situación de expectativa; . . . Que es necesario sustituir a la anarquía dañosa que impera en el mercado por un método centralizado y dirigido por los más capacitados."

- **Comisión de Control de Cambios**, presidida por el ministro de Hacienda, con el presidente del BNA y tres miembros del Poder Ejecutivo (dos propuestos por la Asociación Bancaria).
- La compraventa de divisas sólo en bancos autorizados de la Capital. La Comisión **fija diariamente** los tipos comprador y vendedor. Tipo inicial: 12,85 pesos por libra.
- Exportadores obligados a negociar sus divisas en bancos autorizados, con declaración jurada por cada permiso de embarque. A las grandes firmas cerealeras se les impuso la entrega obligatoria de sus tenencias, tras descubrirse retención especulativa.

Los "pesos bloqueados"

El régimen **limitaba a los importadores la compra de divisas, pero no sus compras de mercancías**. Resultado: un volumen de pesos que se habría girado al exterior de no existir el control. Se estima que alcanzaron **13 millones de libras** ($\approx$ 250 millones de pesos) en 1933.

- El tipo oficial quedó por debajo del de equilibrio y surgió de inmediato una "*bolsa negra*": un mercado paralelo donde la escasez se reflejaba en un tipo más alto.
- La sobrevaluación complicó la rentabilidad de los exportadores e incentivó a los importadores a ingresar mercadería sin tener asegurada la divisa para pagarla.
- Muchos exportadores, además, retrasaban la venta de moneda extranjera esperando una mejor cotización, de modo que los pedidos de cambio para importaciones no podían cubrirse.

6. El Pacto Roca-Runciman

El contexto

- **Conferencia de Ottawa (1932)**: sistema de preferencias imperiales. Cuotas *decrecientes* para las carnes argentinas: desde el 90 % en 1932, con rebajas del 5 % por trimestre, y recorte del 10 % para el enfriado.
- **Comercio triangular**: superávit con Gran Bretaña, déficit con Estados Unidos. Necesidad de financiar los pagos en dólares
- Presión ganadera bajo la fórmula "*comprar a quien nos compra*".
- Antecedente fallido: misión D'Abernon (1929), rechazada por el Congreso.

"Yo creo que una de las razones por las cuales nada salió de la misión D'Abernon fue que entonces no teníamos medios de ejercer presión. Pero ahora estamos en posición favorable para hacerlo." — Walter Runciman al Board of Trade británico

"la Argentina, por su interdependencia recíproca es, desde el punto de vista económico, una parte integrante del Imperio británico". — Julio A. Roca (h.)

6. El contenido del acuerdo (1º de mayo de 1933)

Lo que la Argentina obtiene

- Mantenimiento del *statu quo* en el mercado inglés de carne (aunque a niveles menores que los históricos) y consolidaciones arancelarias para otros productos.
- Solución al problema de los **pesos bloqueados**: consolidación de los saldos por encima de cierto monto, financiados al **4 %**, con 5 años de gracia y 15 de amortización. Es el llamado "empréstito Roca".

Lo que el Reino Unido obtiene

- Las rebajas arancelarias requeridas por Gran Bretaña.
- La garantía de que, **cualquiera fuera la forma que asumiera el control de cambios**, la totalidad de las divisas obtenidas de la venta de productos argentinos en Gran Bretaña tendría prioridad inglesa.
- **Acuerdo Suplementario** (septiembre de 1933): rebajas o consolidaciones de aforos y aranceles para más de **300 ítems** de interés británico, extendidas a los beneficiarios de la cláusula de nación más favorecida.

6. Los efectos

El punto central

La adjudicación de divisas originadas en la compra de productos argentinos a fines compras al Reino Unido **contrariaba frontalmente la estructura triangular** del comercio y el sistema de pagos argentinos.

Roca-Runciman **no es sólo** un acuerdo comercial. Es una intervención directa sobre el sistema de asignación de divisas.

Resultados

- La proporción del cambio otorgado para pagos a Gran Bretaña pasó del **33 %** en 1933 a casi **47 %** en 1934.
- Se quebró la tendencia declinante de las importaciones desde el Reino Unido.
- Cambio especial para las importaciones ferroviarias británicas: una concesión *no* estipulada explícitamente por el tratado.
- Para todos los países salvo Gran Bretaña, la participación del mercado oficial en las divisas asignadas fue de sólo **69 %** (mayo 1933 - diciembre 1935).

6. El debate sobre el pacto

1. La crítica nacionalista

"Grosera alianza" entre el capital inglés y los sectores ganaderos. Al gobierno se le endilga el mote de "vendepatria" y a la década, el de una "vacunocracia" que cede a los deseos del capital británico con tal de conseguir mercado para las carnes. El clima antiimperialista recrudece con el **debate de las carnes** en Diputados (1935), que descubre maniobras fraudulentas de los frigoríficos británicos.

2. La defensa pragmática

"Es difícil pensar que una economía puede funcionar razonablemente luego de que sus importaciones se reducen a la mitad" (Gerchunoff y Llach). Cuando el bilateralismo era casi el único instrumento para mantener vivo el comercio, no es extraño que la Argentina se recostara sobre su socio más importante y más antiguo.

3. La lectura estructural

Keynes defendía el bilateralismo anglo-argentino con un ejemplo explícito de carne y automóviles: sin un sistema que ate la compra de carne a la compra del auto británico, "los productores argentinos de carne y nuestros productores de automóviles quedan ambos sin trabajo".

6. El control de cambios: segunda etapa

Los tres cambios

- ❶ **Permiso previo de cambio** para importar. "Ya no se podría importar lo que se quisiera, sino lo que la autoridad cambiaria daría mediante permisos, en función de las disponibilidades de divisas del país."
- ❷ **Se abandona el control absoluto**: "vamos a controlar lo que la práctica nos enseña que puede controlarse y lo demás se deja afuera, en un mercado completamente libre".
- ❸ **Desplazamiento de los tipos de cambio**: se abandona el tipo artificialmente bajo. Devaluación del orden del **20 %** (la libra comprador pasa de 12,85 a 15 pesos).

Los tres mercados (decreto 31.864)

Mercado	Cotización inicial	Quiénes operan
Oficial comprador	15 \$/libra	Exportaciones tradicionales
Oficial vendedor	17 \$/libra	Importaciones con permiso previo; países con convenio
Libre	≈ 20 \$/libra	Exportaciones no tradicionales y a limítrofes; inversión extranjera; importaciones sin permiso; remesas no autorizadas

6. El margen de cambios y la Junta Reguladora

Una nueva fuente fiscal

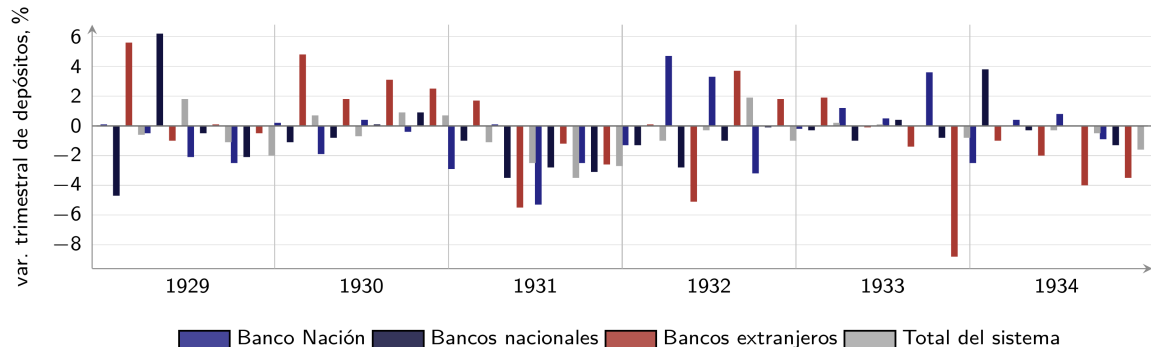
Como el tipo comprador se fijaba por debajo del vendedor, aparece el **"Fondo de Margen de Cambio"**. En el primer año del nuevo sistema recaudó cerca de **90 millones de pesos**.

- Destino: financiar la política agraria y el pago de los servicios de la deuda externa.
- El 28 de noviembre de 1933 se crea la **Junta Reguladora de Granos**, que compra trigo, maíz y lino a **precios mínimos**, fijados exactamente un 20 % por encima del nivel previo, igual que la devaluación del tipo comprador, de modo que los exportadores pudieran pagarlos.
- Como el rojo de la Junta en 1934 fue de sólo **9 millones**, el excedente se usó para deuda externa y para constituir un fondo de reserva en el exterior.

Un resultado contraintuitivo

El control de cambios mantuvo el tipo *más bajo* de lo que habría alcanzado un mercado libre, haciendo más competitivas a las importaciones frente a la producción interna. Y "precisamente, el tipo de productos que se importaban desde Gran Bretaña, a un tipo de cambio más bajo, eran aquellos para los cuales la Argentina ofrecía mejores perspectivas para su industrialización" (O'Connell, 1984: 33).

7. Las corridas de depósitos, 1929-1934



- **1929-1931:** la corrida se centra en el Banco de la Nación y en los otros bancos nacionales (pérdidas totales de 16,8 % y 12,3 %). Los extranjeros *ganan* depósitos: hay una fuga hacia la calidad percibida.
- **1931:** el año peor. La salida británica del patrón oro provoca pérdidas generalizadas.
- **1933-1934:** la corrida se *desplaza* hacia los bancos extranjeros (−18,6 % acumulado).
- La salida no fue un pánico súbito sino **lenta y continua**. En términos reales los depósitos caen hasta 1932 y luego se recuperan, sin compensar la pérdida previa y con altísima variabilidad.

7. El sacrificio del Banco de la Nación

Año	Redescuentos BNA (mill. m\$n)	% reservas de otros bancos	Fondos propios del BNA	Emisión de la Caja
1928	—	18	100	0
1929	156,2	41	100	0
1930	151,5	31	100	0
1931	284,8	61	0	100
1932	315,9	53	6,5	93,5
1933	292,6	55	29,4	70,6
1934	295,2	70	41,7	58,3

- La razón reservas/depósitos del BNA cayó **54 %** en 1928-29 y promedió apenas **15 %** entre 1929 y 1934: el valor más bajo de todos los períodos.
- Para los demás bancos, el ratio *observado* promedió 23 %, pero el contrafactual (descontando los redescuentos recibidos) era del **11 %**, y del 6 % en 1934: **la liquidez aparente era liquidez prestada**.
- El saldo deudor de la Cuenta "Tesorería General" superó el límite legal *ininterrumpidamente* desde 1930: 146,6 millones contra un límite de 45,9 en 1931. Los redescuentos de Letras de Tesorería tocaron un pico de 303,2 millones ese mismo año.

7. La descomposición del sacrificio

Reservas / depósitos del Banco de la Nación, 1929-1934

- Valor **observado**: **15 %**.
- Contrafactual *sin redescantar* a otros bancos: 21 % (+6 puntos porcentuales).
- Contrafactual *sin financiar al Estado*: **57 %** (+32 puntos porcentuales).

Gómez: la presión del Estado por financiamiento, y no el salvataje bancario, fue el principal factor explicativo del deterioro del Banco de la Nación.

El trasfondo

La **deuda flotante** alcanzó el 14 % del PBI en 1931, más que la interna consolidada (13 %) y la externa (10 %), y llegó al 39 % de la deuda total en 1932. El BNA financiaba en promedio el 35 % de esa deuda. Cuando ya no dio abasto, la Caja dio el segundo salto hacia la heterodoxia con el Empréstito Patriótico.

Los contrafactuales del resultado fiscal son igual de elocuentes: sin el financiamiento del Banco, el déficit de 1930 habría sido de 975 millones en lugar de 428 (2,3 veces más), y el de 1934, de 1.016 en lugar de 170 (casi seis veces más).

7. El mapa de las funciones bancocentralistas

Organismo	Gran Guerra	Años veinte		Gran Depresión
	1914-1918	1919-1927	1927-1929	1929-1934
Caja de Conversión	Bancos (FC)	Estado (FC)	—	Bancos (E) Estado (FC) Estado (E)
Banco de la Nación	Estado	Estado Bancos	Estado Bancos	Estado Bancos
Oficina de Cambios	—	—	—	Tipos de cambio

Las funciones bancocentralistas **ya existían** en 1934. Lo que no existía era una *autoridad monetaria única* que las coordinara: tres organismos hacían política monetaria en simultáneo, con objetivos y lógicas distintas.

8. Los tres proyectos

- ❶ **1931-Comisión de Enrique Uriburu**, ministro de Hacienda del gobierno provisional. Seguía los lineamientos de la propuesta de Otto Niemeyer para Brasil.
- ❷ **1933-Otto Niemeyer**, director del Banco de Inglaterra, convocado en 1932 para analizar la situación argentina. Presidencia de Justo, ministerio de Alberto Hueyo.
- ❸ **1934-Raúl Prebisch**. Presidencia de Justo, ministerio de Federico Pinedo. Es el que se convierte en **Ley 12.155 del 21 de marzo de 1935**, con muy pocas correcciones.

El contexto internacional

Las conferencias de **Bruselas (1920)** y **Génova (1922)** recomendaron oficialmente la creación de bancos centrales *de novo*. Los *money doctors* llevaron esas recomendaciones a la región: **Kemmerer** (Estados Unidos) asesoró a Chile, Perú, Colombia, Ecuador, Bolivia y Guatemala; **Niemeyer** (Gran Bretaña) fue consultado por Brasil y Argentina. Las diferencias entre sus propuestas reflejaban "la competencia que existía entre sus países de origen por lograr la hegemonía en el mercado financiero internacional".

8. La arquitectura del BCRA (I): capital y dirección

Capital

Autónomo y mixto: 10 millones m\$n suscriptos por el gobierno nacional y 10 millones por los bancos nacionales y extranjeros con capital suscripto no inferior a un millón. Niemeyer proponía que "el gobierno nacional no podrá ser accionista" se optó por **el modelo estadounidense:** una entidad mixta.

Dirección

Presidente, vicepresidente y 12 directores. Presidente y vice designados por el Poder Ejecutivo con acuerdo del Senado, de ternas elegidas por la Asamblea de bancos accionistas; 7 años de mandato, reelegibles. De los 12 directores: 1 por el presidente de la República, 1 por el BNA, 1 por los bancos provinciales, 3 por los nacionales, 2 por los extranjeros y 4 por la asamblea general en representación de agricultores, ganaderos, comerciantes e industriales.

El reparto de poder

Bancos **50 %**; agricultores, ganaderos, comerciantes e industriales **29 %**; gobierno **21 %**. La propuesta de Niemeyer daba a los bancos el 78 % y a agricultores y ganaderos el 22 %, sin gobierno ni comerciantes e industriales.

8. La arquitectura del BCRA (II): objetivos e instrumentos

Los dos objetivos macroeconómicos (art. 3)

- (a) "Concentrar reservas suficientes para moderar las consecuencias de la fluctuación en las exportaciones y las inversiones de capitales extranjeros sobre la moneda, el crédito y las actividades comerciales, a fin de mantener el valor de la moneda."
- (b) "Regular la cantidad de crédito y de los medios de pago adaptándolos al volumen real de los negocios" - principio de la *Banking School* (*Real Bills Doctrine*).

Los instrumentos

Monopolio de emisión; compra y venta de oro, divisas y cambio extranjero; préstamos al sistema bancario; y **operaciones de mercado abierto** mediante los Bonos Consolidados del Tesoro Nacional (instrumento **ausente** en la propuesta de Niemeyer).

La diferencia

Niemeyer proponía como objetivo "regular el volumen de crédito ... de manera que el peso argentino mantenga el valor externo que le sea asignado por ley": *tipo de cambio fijo y ausencia de política monetaria independiente*. La ley argentina, en cambio, **consagra la discrecionalidad**.

8. Las restricciones al poder discrecional

Reservas (arts. 39-40)

Reserva mínima del **25 %** en oro, divisas o cambio extranjero. Máximo del 20 % de las reservas en divisas, computables dentro del mínimo hasta el 10 %. **Sin mecanismo correctivo**: Niemeyer establecía que si la reserva bajaba del 33 % el Banco debía subir las tasas de redescuento 1 % por cada 2 % faltante. Se eliminó porque, en la fase descendente del ciclo, subir tasas acentuaría la recesión.

Redescuentos (art. 32)

Sin restricciones cuantitativas; sólo requisitos de garantías y plazos. El proyecto británico exigía más garantías, tasas mayores y *no contemplaba* el redescuento de documentos industriales.

Adelantos al gobierno (art. 44)

El BCRA es **agente financiero y consejero** del gobierno, función traspasada desde el BNA. Los adelantos se permiten *sólo* para deficiencias estacionales o transitorias de recaudación, con límite del **10 %** del promedio de recursos en efectivo de los tres últimos años, plazo máximo de **12 meses** e interés no mayor al tipo mínimo de redescuento. Queda **prohibido** prestar a provincias, municipalidades y reparticiones autónomas.

8. El paquete completo: tres leyes, no una

Ley de Bancos 12.156

Hasta 1935 la actividad bancaria se regía por la legislación comercial y civil común. Cuatro propósitos:

- 1 **Restaurar la confianza:** privilegio de los depósitos de ahorro hasta 5.000 m\$n (10.000 para cooperativas y mutuales) sobre los acreedores comunes en caso de liquidación.
- 2 **Crear una banca comercial de corto plazo:** prohibición de conservar inmuebles no necesarios; separación de la sección hipotecaria con capital asignado y financiamiento propio.
- 3 **Disminuir el riesgo de liquidez:** efectivos mínimos del **16 %** de los depósitos a la vista y **8 %** de los depósitos a plazo. Los bancos con capital $\geq$ 1 millón debían mantener dos tercios de ese efectivo depositado en el BCRA.
- 4 **Cuidar la salud del sistema:** tope a las tasas pasivas atado a la tasa de redescuento (3 puntos por debajo para depósitos a la vista, 1 punto para ahorro); depósitos de ahorro dejan de percibir interés por encima de 20.000 m\$n.

Ley 12.157 - Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias

El Instituto debía "adquirir inmuebles, créditos y demás inversiones inmovilizadas o congeladas de los bancos y venderlos gradual y progresivamente". Comenzó a operar el 28 de diciembre de 1935 con **390 millones m\$n** provenientes de la **revaluación del oro** de la Caja. Compró **554 millones** en activos inmovilizados: 301 del BNA, 192 de cuatro grandes bancos privados y 61 de otros. Sobre préstamos totales del sistema de 3.424,5 millones a fines de 1934, el rescate alcanzó al **16 % del total**.

9. La política de esterilización, 1936-1940

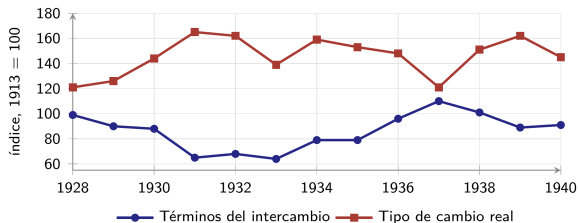
Cómo funcionaba

- Ante entrada de divisas el BCRA **vendía títulos a los bancos**, quitándoles capacidad prestable
- Instrumento inicial: **Certificados de Participación en Bonos Consolidados del Tesoro Nacional**. Su tope de 400 millones se alcanzó a fines de 1936, y el gobierno autorizó entonces 100 millones en Letras de Tesorería como absorción de emergencia.
- Desde comienzos de 1937: **Certificados de Custodia de Oro y Divisas**, *independientes de los títulos del gobierno*. El BCRA ofrecía Certificados a cambio de fondos que invertía en una cantidad equivalente de oro y divisas.

El balance

El BCRA **logró estabilizar el frente externo en 1935-1940** y **fracasó en 1941-1945**, cuando la entrada masiva de divisas provocada por la guerra desbordó su capacidad de absorción.

9. La recuperación 1933-1937 y la recaída de 1937-38



Fuente: della Paolera y Taylor (2003), cuadro 9.1.

- Desde **1934** mejoran los términos del intercambio y vuelven los capitales. La producción crece desde 1933 y en **1935** supera el nivel previo a la crisis.
- **1937-38**: nueva recesión mundial, cosechas pobres y otra baja de precios. Las exportaciones caen y el peso se deprecia en el mercado libre. **Pero la respuesta ya es otra.** El BNA inicia una política liberal de préstamos.
- **1938**: se refuerza el control de cambios. El tipo oficial vendedor pasa de 16 a 17 pesos por libra y el permiso previo se extiende al mercado libre. En agosto de 1939 se elimina el mercado libre para mercaderías.

9. El aprendizaje de una década

	1930-1932	1937-1940
Diagnóstico	Turbulencia transitoria; "la recuperación está a la vuelta de la esquina"	Crisis estructural; ya no existe una "normalidad" a la cual volver
Política fiscal	Ajuste ortodoxo: subir impuestos, recortar gasto e inversión pública	Inversión pública del 6 % del producto en 1935-39 contra 3,7 % en 1930-34; plan vial
Política monetaria	No existe como instrumento hasta abril de 1931	Esterilización activa; BCRA con operaciones de mercado abierto
Prestamista de última instancia	Improvisado: el BNA con fondos propios, luego la Caja	Institucionalizado, con supervisión bancaria y efectivos mínimos
Política cambiaria	Defensa del peso con oro, luego control improvisado	Control consolidado, tipos múltiples, permiso previo

10. ¿Empezó la industrialización en los años treinta?

- En 1939 el sector industrial era un **35 %** mayor que en 1930; representaba el **22,5 %** de la producción total y había alcanzado en importancia al agro.
- Las importaciones caen del 34 % al 22 % de la producción industrial a lo largo de la década.
- Más de **100 empresas estadounidenses** se radican en 1931-1945, contra 61 antes de 1930.

La tesis de Villanueva (1972)

"La idea generalizada de que el crecimiento industrial de la Argentina, en su faz moderna, comienza en la década del treinta (es decir, durante la Depresión) **es inaceptable sin sustanciales retoques**. En rigor de verdad, la industria argentina comenzó muchos años antes. La industria moderna se inicia realmente en la **década del veinte**, especialmente en los últimos años de dicha década, período en el que se observa un elevado nivel de inversión industrial y de importación de equipos y la entrada de numerosas empresas extranjeras."

¿Hubo política industrial?

Casi no. El arancel promedio subió apenas $\approx 6\%$ en la década, y por motivos *fiscales*. El control de cambios buscaba equilibrar la balanza de pagos y favorecer al agro vía margen de cambios. La industrialización fue, en buena medida, un **efecto no buscado**.

10. El complemento historiográfico

Posición	Tesis central	Evidencia que invoca
della Paolera y Taylor (2003) Cambio de régimen monetario	El quiebre decisivo es abril de 1931: la Caja redescuenta y destruye las expectativas deflacionarias ("efecto Mundell"). El BCRA sólo formaliza un régimen ya vigente.	Coficiente $\Delta M / \Delta G$ que cae de 1,00 a 0,05; prima del oro que salta al 81 %; tasas reales que caen desde 1931.
Gómez (2018) Descoordinación y unificación	La Depresión multiplicó funciones bancocentralistas dispersas y descoordinó la política monetaria; el BCRA nace para unificarlas. El BNA quedó al borde del colapso por la presión fiscal.	Ratios reservas/depósitos observados y contrafactuales; origen de los fondos de redescuento.
O'Connell (1984) Determinación externa	La autonomía de la política económica era estructuralmente estrecha: economía abierta, comercio triangular, monopolios exportadores y un acreedor que era también el cliente principal.	Estructura de exportaciones y del fisco; tipos de cambio reales que muestran revaluación.
Villanueva (1972) Continuidad industrial	La industrialización moderna arranca en los años veinte; los treinta usaron capacidad preexistente. No hubo, en rigor, una política industrialista.	Fecha de fundación de establecimientos; inversión industrial e importación de equipos en 1924-1930.

10. Síntesis: cinco tesis para llevarse

- ❶ **La crisis empezó antes del crack.** Las vulnerabilidades eran estructurales, no coyunturales.
- ❷ **La ortodoxia fiscal y la heterodoxia monetaria fueron dos caras de la misma moneda.** El "default interno" sobre la convertibilidad sustituyó al default externo sobre la deuda.
- ❸ **Abril de 1931 es la fecha clave, no marzo de 1935.** El Banco Central formaliza un régimen que ya existía de hecho.
- ❹ **El canal fue expectativas, no liquidez.** Hubo destrucción de las expectativas deflacionarias, con caída de la tasa real y recuperación de consumo e inversión desde 1932.
- ❺ **El legado es instrumental.**

12. Bibliografía

Obligatoria:

- Gómez, Mónica (2018), *Los avatares de la Primera Caja de Conversión argentina y su transformación final en Banco Central, 1890-1935*, Buenos Aires, Teseo, caps. V a VII. [**Texto central de la clase**]
- O'Connell, Arturo (1984), "La Argentina en la Depresión: los problemas de una economía abierta", *Desarrollo Económico*, vol. 23, núm. 92.
- Gerchunoff, Pablo y Horacio Aguirre (2006), "La economía argentina entre la gran guerra y la gran depresión", CEPAL, Serie Estudios y Perspectivas, núm. 32.
- Villanueva, Javier (1972), "El origen de la industrialización argentina", *Desarrollo Económico*, vol. 12, núm. 47.

Complementaria:

- della Paolera, G. y A. M. Taylor (2003), *Tensando el ancla. La Caja de Conversión argentina y la búsqueda de la estabilidad macroeconómica, 1880-1935*, Buenos Aires, FCE, cap. 9.
- Gerchunoff, P. y L. Llach (2007), *El ciclo de la ilusión y el desencanto*, Buenos Aires, Ariel, cap. 3.
- Gómez, M., L. Tossolini y J. Moreno (2023), "El Banco Central de la República Argentina en sus primeros años, 1935-1945: los signos de dependencia del gobierno", XXVIII Jornadas de Historia Económica, AAHE, Río Cuarto.