

POLITICA MONETARIA E INDEPENDENCIA DEL BANCO  
CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA  
EN SU PRIMERA DECADA

ELIAS SALAMA\*

## I. Introducción

El Mensaje del Poder Ejecutivo del 17 de enero de 1935 al Congreso de la Nación que acompañó el proyecto de ley de creación del Banco Central de la República Argentina (BCRA) tiene afirmaciones que parecen siempre actuales. Dice "... son bien conocidas las consecuencias deplorables del funcionamiento de un instituto emisor que no haya gozado de un alto grado de independencia con respecto a los directores del tesoro público..." (La Creación del Banco Central, vol. II, pág. 639). Una pregunta que tratamos de responder en este trabajo es si el Banco Central fue, en su primera época, independiente del tesoro público y, en términos más generales, del Poder Ejecutivo. Otra cuestión a contestar, estrechamente vinculada con la primera, es cuál fue la política monetaria seguida por el Banco Central, en especial, en materia de determinación de la cantidad de dinero. Comenzaremos por este último tema. Si bien tanto las Memorias del BCRA como diversos trabajos de Prebisch critican con fuerza el régimen del patrón oro, se intenta en este trabajo determinar hasta qué punto se apartó efectivamente la política del BCRA de una regla principal del patrón oro, a saber, asociar las variaciones de la base monetaria con las

\* Universidad Nacional de La Plata, Argentina. Versiones previas de este trabajo fueron presentadas en el Seminario del Instituto Torcuato Di Tella y en la Reunión de Salta (Noviembre de 1996) de la Asociación Argentina de Economía Política. Se agradecen los diversos comentarios recibidos de participantes de ambas reuniones y de un referee. El trabajo refleja exclusivamente opiniones del autor, quién es el único responsable de los errores que pueda contener.

variaciones de las reservas internacionales.<sup>1 2</sup>

Este trabajo comprende cinco secciones. Esta primera sección contiene una consideración del marco legal y de las fuentes de los datos estadísticos. La sección II, dedicada al análisis de la política monetaria, constituye la parte central de este trabajo. Sigue la sección III que proporciona un breve marco de referencia general proveyendo datos de algunas variables macroeconómicas. La independencia del BCRA, según varios criterios actuales, es considerada en la sección IV. La sección V presenta algunas conclusiones.

### *El marco legal*

Las Memorias de los primeros años del BCRA aluden en diversas oportunidades al objeto del BCRA establecido por el artículo 3 de su primera Carta Orgánica (Ley 12155). A los efectos de este trabajo, los dos aspectos principales son los incisos a) y b).

El inciso a) establecía que el Banco debía "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". El b) establecía que el Banco debía "Regular la cantidad de crédito y de los medios de pago, adaptándolos al volumen real de los negocios".

El primer inciso nombrado refleja las preocupaciones de la época (y de otras épocas) con los efectos monetarios de los resultados tanto de la cuenta corriente como de la cuenta capital del balance de pagos. El inciso b) parece reflejar la influencia de la controvertida doctrina de las letras reales, que relacionaba la creación de dinero con la financiación de las actividades económicas reales, esto es, ligadas a transacciones económicas propias del proceso productivo. Al respecto, es de interés citar a Prebisch (1944, pág. 103; 1985,

<sup>1</sup> El patrón oro ha sido caracterizado con otras reglas en adición a la mencionada; de éstas no nos ocupamos en este trabajo (véase McKinnon, 1996, cap. 1).

<sup>2</sup> El período analizado en este artículo ha sido previamente estudiado por Prebisch y también por Arnaudo (1987).

pág. 63). Comentando las operaciones de crédito agrario y compras reguladoras de granos, impulsadas en 1938 y que llevaron a un aumento del crédito, decía: "Esto a manera de advertencia de que nos estamos desviando de la política que antes se había preconizado de adecuar estrictamente los medios de pago al volumen de negocios, haciendo bajar aquéllos cuando éstos disminuyen, pero sin tratar de influir sobre el volumen de negocios". El Mensaje del Poder Ejecutivo al H. Congreso (pág. 637), por su parte, exponía un principio de política monetaria concordante: "La expansión [de los billetes y del crédito] sólo se justifica si está destinada a mover un mayor volumen de negocios, pues los medios de pago no responden a otro propósito. Son un simple instrumento para realizar las transacciones".

También debe mencionarse que los artículos 4 a 8 establecían la suscripción mixta del capital del BCRA por parte del Gobierno Nacional y por parte de los bancos establecidos que alcanzasen un cierto capital mínimo. Con la participación de los bancos privados en el capital del BCRA se buscaba asegurar la independencia del Banco.

Otras disposiciones legales de interés son las siguientes. El artículo 34 de la ley 12155 limitaba la adquisición de valores nacionales por parte del BCRA a su capital y reservas más las amortizaciones de los bonos consolidados recibidos en oportunidad de su creación. Por su parte, el artículo 44 limitaba los adelantos a la Tesorería para cubrir deficiencias estacionales o transitorias en la recaudación de la Tesorería al 10% del promedio de los recursos en efectivo de los últimos tres años. El artículo 32 facultaba al BCRA a efectuar operaciones de redescuento y adelantos a los bancos accionistas del BCRA y también a los no accionistas reglamentando el plazo máximo de las operaciones y el origen de los documentos que debían corresponder a operaciones productivas (doctrina de las letras reales). La Ley 12155 no estableció límites cuantitativos al monto total de redescuentos y adelantos otorgados por el BCRA. El artículo 32 también autorizaba al BCRA a vender a los bancos o volver a comprar a los mismos los bonos consolidados del Tesoro Nacional recibidos o adquiridos por el BCRA y los valores nacionales adquiridos de acuerdo con el artículo 34 ya mencionado.

Citemos también algunas disposiciones sobre billetes y obligaciones a la vista y su respaldo en oro y divisas (garantía metálica). El artículo 39 establecía que el BCRA debía mantener en todo momento una reserva suficien-

te para asegurar el valor del peso del 25% de los billetes y obligaciones a la vista. También establecía que si en un ejercicio dado la reserva era inferior al 33% de billetes y obligaciones a la vista durante 60 días seguidos o 90 días en el total del ejercicio no se podían distribuir dividendos pasando las ganancias a incrementar el Fondo de Reserva General. El artículo 40 contenía una disposición que se originaba en la quiebra del patrón de cambio oro y la disputa por el oro de esos años<sup>3</sup>: no permitía tener divisas por más del 20% de las reservas ni computarlas dentro de las mismas por más del 10%; el Mensaje del Poder Ejecutivo al H. Congreso (pág. 653) decía: "Esta disposición restrictiva es aconsejada por la prudencia. La crisis actual ha demostrado que hasta las monedas de mayor prestigio están sujetas a cambios inesperados que las desvían violentamente de su paridad. Y es un hecho conocido que ello ha significado pérdidas muy serias para algunos bancos centrales que, siguiendo una práctica muy difundida antes de la crisis, mantenían en divisas una parte apreciable de las reservas que garantían sus obligaciones (Gold exchange standard)".

Por último, la ley 12156 de bancos fijaba el efectivo mínimo que debían guardar los bancos: 16% para depósitos a la vista y 8% para depósitos a plazo; consecuentemente, el nivel legal de los encajes no podía ser un instrumento de política monetaria.

#### *Datos estadísticos*

Para las dos variables más importantes de este estudio (activos externos y pasivo monetario del BCRA) hay dos conjuntos de datos. Para los activos externos la diferencia reside en la inclusión o exclusión de la contrapartida en divisas de los Certificados de Custodia de Oro y Divisas emitidos con propósitos de esterilización a partir de 1937. Para el pasivo monetario la diferencia reside en la inclusión o exclusión de la moneda subsidiaria emitida por el Gobierno Nacional y que no podía emitir el BCRA de acuerdo con los art. 34, 35 y 36 de la Ley 12155. Las cifras publicadas contemporáneamente por el

<sup>3</sup> Véase Nurkse, 1945, cap. II.

BCRA en sus balances excluyen tanto la contrapartida en divisas de los Certificados de Custodia de Oro y Divisas como la moneda subsidiaria.<sup>4</sup>

Con el propósito de efectuar una distinción, en este trabajo los activos externos son llamados "oro y divisas" y el pasivo monetario del BCRA es llamado "billetes y obligaciones a la vista" cuando se utilizan los datos publicados originalmente. La estadística monetaria publicada en el Suplemento del Boletín Estadístico de Junio de 1962, con datos a partir de Junio de 1940, incluye ambos conceptos (contrapartida en divisas de los Certificados de Custodia y moneda subsidiaria). En este último caso, las dos series son denominadas en este trabajo "sector externo" y "pasivo monetario".

La publicación de los balances mensuales y anuales incorporaba además el coeficiente de respaldo; las cifras respectivas tienen diferencias reducidas con las que surgen de dividir las cuentas de oro y divisas del balance con las cuentas correspondientes a billetes y cuentas corrientes. Se optó por utilizar los datos de Billetes y obligaciones a la vista, de Oro y divisas y el coeficiente de respaldo publicados en el Suplemento Estadístico de la Revista Económica del BCRA.

Para el período que comienza en Junio de 1940, la estadística mensual publicada en el Boletín Estadístico de Junio de 1962 muestra diferencias adicionales a las ya mencionadas con la publicada contemporáneamente por el BCRA y cuyo origen no ha sido identificado. Si bien algunas de estas diferencias son menores, otras no lo son; en este trabajo se ha optado por utilizar los datos publicados originalmente por el BCRA.

Las Memorias señalan que el BCRA efectuó operaciones de esterilización con el Fondo de Divisas del Gobierno Nacional actuando en nombre de este último. En el Fondo de Divisas había inversiones transitorias en oro y divisas del Gobierno. Las operaciones no fueron incorporadas a la contabilidad y no están comprendidas en los datos utilizados en este trabajo, aún cuando datos correspondientes a algunos fines de año aparecen en varias Memorias. Prebisch (1985, pág. 57) explica que las operaciones estaban fuera de los balances del BCRA "...lo cual tiene la ventaja de permitir mantener confiden-

<sup>4</sup> Sin embargo, la Memoria de 1942 (pág. 18) presenta un cuadro con los Certificados de Custodia considerados como absorción de fondos, sin restar de Oro y Divisas.

cialidad de ciertos movimientos de divisas, cosa importante en algunos momentos". La Memoria de 1935 (pág.28), con referencia a la cuenta "Oro y Divisas. Corresponsales en el Exterior" dice: "Los saldos de esta cuenta no representan las variaciones en la tenencia total de oro y divisas, en virtud de los traspasos que frecuentemente se efectúan entre este renglón y el Fondo de Divisas del Gobierno Nacional". El BCRA también hizo operaciones de absorción de fondos con letras de Tesorería que no están registradas en la contabilidad y por lo tanto no son consideradas en este trabajo. En algún momento el BCRA tuvo una preocupación con la efectividad de estas colocaciones: "...este papel [las letras de Tesorería] se creó en la época de gran entrada de fondos extranjeros y se temió que los atrajese aún más. Ya habíamos observado que venían divisas del exterior a colocarse a corto plazo en letras de Tesorería..."(Prebisch, 1985, pág.54).

## II. La política monetaria

### *Oro y divisas; billetes y obligaciones a la vista*

Comenzaremos examinando la política monetaria desarrollada en los primeros años del BCRA a través de las series de oro y divisas y los pasivos por billetes y obligaciones a la vista. Se omite del análisis las variaciones que registra el balance del BCRA desde el inicio de su actividad hasta diciembre de 1935; en ese período de siete meses se hicieron algunas importantes operaciones que no responden tanto a lo que se podría considerar política monetaria corriente sino que pueden ser considerados como ajustes a la situación original del BCRA y del sistema monetario, la que no es objeto de examen en este trabajo<sup>5</sup>. El Gráfico 1 contiene datos mensuales contables de oro y divisas y de billetes y obligaciones a la vista (en millones de pesos moneda nacional -m\$*n*). La serie oro y divisas sugiere para los años iniciales etapas que en su momento fueron consideradas como bien diferenciadas en las Memorias del

<sup>5</sup> La Memoria de 1936, pág. 2, dice: "En nuestra primera Memoria...se explicó como, con la colocación de los Certificados de Participación en los Bonos Consolidados del Tesoro Nacional, se habían absorbido los residuos de la revaluación del metálico".

BCRA. Prebisch (1985) menciona tres etapas. La primera va desde el inicio del BCRA hasta mediados de 1937 y es caracterizada como la fase ascendente del ciclo ligada fundamentalmente al balance de pagos que había tenido un resultado positivo desde 1934 hasta el primer semestre de 1937 (ver también el Gráfico 11 referido al comercio exterior). La segunda etapa comienza a mediados de 1937 y está caracterizada como la etapa descendente del ciclo, ligada también al balance de pagos que se torna negativo en el segundo semestre de 1937 y 1938. La tercer etapa, relacionada con el estallido de la guerra, comienza en 1940, después de un año 1939 favorable en el sector externo, con expectativas negativas debida al nuevo escenario mundial, expectativas que luego experimentaron una reversión. El Gráfico 1 muestra que a partir de 1941, tanto el pasivo monetario del BCRA como el activo externo crecen rápidamente.

La relación entre oro y divisas y billetes y obligaciones a la vista es mostrada en el Gráfico 2 y los promedios anuales en el Cuadro 1, de acuerdo con los datos de fin de mes publicados originalmente por el BCRA. Como ya se mencionó, la Ley 12155 de creación del BCRA establecía un respaldo mínimo del 25% que fue ampliamente superado en los hechos. La Memoria de 1935 (pág. 21) menciona que el Mensaje del Poder Ejecutivo al H. Congreso que acompañó el proyecto de ley de creación del BCRA llamaba la atención sobre la conveniencia de mantener un alto respaldo por tratarse de un país principalmente agropecuario sujeto a fuertes fluctuaciones en su balance de pagos.

CUADRO 1

Periodo	Respaldo	Desv. standard
1936 :01 - 1945 :12	0.821	0.054
1936 :01 - 1936 :12	0.861	0.036
1937 :01 - 1937 :12	0.902	0.017
1938 :01 - 1938 :12	0.855	0.014
1939 :01 - 1939 :12	0.769	0.009
1940 :01 - 1940 :12	0.779	0.018
1941 :01 - 1941 :12	0.739	0.017
1942 :01 - 1942 :12	0.767	0.017
1943 :01 - 1943 :12	0.841	0.027
1944 :01 - 1944 :12	0.843	0.013
1945 :01 - 1945 :12	0.857	0.014

*Pasivo monetario; sector externo*

*- Introducción*

El balance de un banco central puede ser presentado del siguiente modo,

1) Activos externos + Activos internos = Pasivo monetario + Bonos de absorción monetaria

siendo Activos internos = Sector gobierno + Sector bancario - Capital +/- conceptos varios (neto).

Una simplificación se obtiene restando los Bonos de absorción monetaria a los activos internos. De este modo, el balance se reduce a una expresión usual en los libros de texto:

2) Activos externos + Activos internos = Pasivo monetario

siendo Activos internos = Sector gobierno + Sector bancario - Bonos de absorción monetaria - Capital +/- conceptos varios (neto).

En esta definición, los Activos internos son iguales a la emisión sin respaldo (Pasivo monetario - Activos externos).



*- Los datos anuales del pasivo monetario y del sector externo.*

El Cuadro 2 muestra las variaciones anuales del balance del BCRA en las columnas 1) a 3) siguiendo la presentación de la anterior ecuación 2). La columna 4), una vez cambiado el signo, más las columnas 5) y 6) muestran la composición de los activos internos.

En la década, el pasivo monetario aumentó menos, y no más, que los activos externos o, lo que es lo mismo, disminuyeron los activos internos o la emisión sin respaldo, por lo que el coeficiente medio de respaldo aumentó y el coeficiente marginal de respaldo fue mayor que la unidad. Solamente en dos años, 1938 y 1940, los activos externos disminuyeron; en los restantes años aumentaron y a partir de 1941 lo hicieron por montos elevados. Los activos internos cayeron en seis años: los dos primeros, los tres últimos y 1940 en que la variación fue muy pequeña. El pasivo monetario disminuyó en cuatro años: los tres primeros años y 1940.

**CUADRO 2**  
**BCRA - Variaciones anuales (fin de año) en millones de m\$<sub>n</sub>**

Año	Activos Externos (1)	Activos Internos(2) = (5)+(6)-(4)	Pasivo Monetario (3) = (1) + (2)	Certificados de Partic. y de Custodia (4)	Sectores Gobierno y Bancario (5) <sup>6</sup>	Capital y varios (6)
1936	174.0	-205.4	-31.4	220.4	31.6	-16.6
1937	128.6	-136.4	-7.8	146.1	22.6	-12.9
1938	-350.5	263.4	-87.1	-232.7	37.6	-6.9
1939	167.4	86.1	253.5	-119.8	-33.9	0.2
1940	-41.1	-11.0	-52.1	36.5	21.0	4.5
1941	232.8	43.0	275.8	-76.2	-17.3	-15.9
1942	457.9	88.9	546.8	-13.5	67.7	7.7
1943	1279.2	-262.1	1017.1	588.8	384.7	-58.0
1944	1053.3	-103.6	949.7	106.7	8.2	-5.1
1945	1115.7	-326.3	789.4	348.8	7.3	15.2
<b>Suma</b>	<b>4217.3</b>	<b>-563.4</b>	<b>3653.9</b>	<b>1005.1</b>	<b>529.5</b>	<b>-87.8</b>

Años 1936 a 1938. Las cifras del Cuadro 2 reflejan la colocación de certificados en 1936 y en 1937 y su contracción en 1938 con el propósito de esterilizar el efecto monetario del sector externo.

Año 1939. Se registró un aumento excepcional de los precios: el índice de precios al por mayor de la ciudad de Buenos Aires aumentó el 18,2%; solamente en el mes de Agosto de 1939, previo al comienzo de la guerra, el nivel de precios aumentó 10,4%. En este año, los activos externos se expandieron y también los internos. Además, se redujeron las colocaciones de Certificados. La Memoria no examina el tema pero parece razonable suponer que la no esterilización fue debida a una decisión de monetizar un aumento de precios, con-

<sup>6</sup> El sector bancario registra préstamos solamente a fines de 1940, por m\$<sub>n</sub> 10.6 millones.

siderado exógeno.

Año 1940. En este año se anunció la modificación de la política monetaria. Hasta ese entonces se había tratado de evitar la expansión del crédito bancario, para adecuar su disponibilidad a las necesidades reales. En cambio, en 1940, dadas las consecuencias del conflicto europeo, se sugirió a los bancos evitar restricciones a los créditos que pudieran perturbar el normal desenvolvimiento de la actividad económica (Memoria de 1940, pág.5). Además, el BCRA promovió la utilización del redescuento. Si bien su monto fue relativamente reducido, ello podría haber ocurrido debido al alto nivel de las reservas bancarias. Los primeros redescuentos se dieron en Marzo de 1940 y en Octubre de 1941 se habían cancelado; a fines de 1940 registraban un monto de solamente m\$ 10.4 millones. En la última semana de 1940 y hasta agosto de 1941 se registraron además operaciones de adelantos transitorios al Tesoro Nacional por montos que no fueron muy significativos. El BCRA hizo una colocación reducida de Certificados de Participación. La variación negativa de los activos internos y del pasivo monetario no se compadece con los propósitos de política crediticia anunciados, pero la contradicción en todo caso es menor por la reducida magnitud de la variación de los activos internos.

Año 1941 y 1942. Para el año 1941 se esperaba un déficit en los pagos internacionales pero terminó con un superavit debido, en parte, al incremento de las exportaciones a Estados Unidos, y en parte, al nivel de importaciones que se redujo por las restricciones impuestas por la guerra. La tasa anual de variación de precios fue la mayor del período que se examina en este trabajo, cuestión que no es tratada en la Memoria de ese año. La Memoria del año 1942 (pág. 12) incorpora por primera vez un cuadro de Situación Monetaria sobre la evolución de los medios de pago y de los factores de creación y de absorción que muestra un cambio marcado a partir de 1941. Esta Memoria (pág. 10/11) destaca el aumento considerable de los medios de pago de los años 1941/1942 (ver Cuadro 3) y menciona la evolución descendente de la velocidad de circulación compensando parcialmente el aumento de los medios de pago. También elabora sobre la evolución del nivel de precios a la que nos referimos más adelante. En los años 1941 y 1942 el BCRA no colocó Certificados para no impedir que el sistema bancario financiase al Tesoro; en el año 1941 y, en menor monto, en 1942 tuvo especial importancia la financiación

bancaria de la adquisición de las cosechas que no se podían colocar en el exterior.

**CUADRO 3**

Año	Medios de pago	Incremento (%)
1938	2484	-
1939	2711	9.1
1940	2780	2.5
1941	3547	27.6
1942	4247	19.7
1943	5330	25.5
1944	6556	23.0
1945	7505	14.5

Años 1943 a 1945. En el año 1943, el Tesoro no recurrió al crédito bancario por lo que el BCRA pudo colocar certificados para reducir el resultado monetario del sector externo. El Tesoro sí recurrió al crédito público por lo que el BCRA recién en Setiembre pudo comenzar a colocar Certificados en el público (Memoria 1943, pág.12), actividad para la que había sido autorizado el año anterior. En el alto nivel de colocación de Certificados del año influyó la esterilización de la emisión creada por la compra por parte del BCRA de las Obligaciones de la Ley 12817, a la que nos referimos más adelante. La esterilización continuó en los dos años siguientes, 1944 y 1945. La colocación de certificado fue reducida en relación con el aumento de los activos externos.

#### *Caracterización de la política monetaria*

Los datos anuales del Cuadro 2, que se han comentado, muestran la política monetaria seguida por el BCRA, en los primeros y en los últimos años de la década, de reducir las oscilaciones de los efectos monetarios del resultado del balance de pagos en el corto plazo, evitando el ajuste inmediato de la base monetaria al resultado del balance de pagos.

El ajuste inmediato había sido preconizado en el siglo XIX con mucha fuerza por Lord Overstone (1844), uno de los principales representantes de la

"currency school" en las controversias monetarias que rodearon la sanción de la Bank Charter Act del Banco de Inglaterra en 1844. Es de interés citar un breve párrafo de Lord Overstone:

"It must be observed, moreover, that to whatever extent the rule of contracting the paper issue in precise correspondence with the decrease of bullion is suspended or modified, to that extent uncertainty and danger, with respect to the convertibility of the notes are introduced. There can be no fixed and definite rule to determine the time and extent of the proper contraction of paper circulation, except correspondence with the bullion. Without this rule, all must be left to the irregularity and uncertainty of individual discretion...In the exercise of such a discretion, the manager of the circulation, be he who he may, we may safely say will, in nine cases out of ten, fall into error..." (pág.294).

La aplicación de esta regla no significó en los hechos una política monetaria del Banco de Inglaterra tan estricta como podría parecer por las afirmaciones de Lord Overstone, pero el análisis respectivo está fuera del propósito de este trabajo. En lo que hace a la política monetaria del BCRA, éste se apartó en general de esta regla estricta, aun cuando en la Memoria de 1938 (pág. 22) reconoce dificultades originadas en la no aplicación de la regla: "...la declinación cíclica en la cantidad de dinero ha sido inferior a la que hubiese correspondido a causa del egreso de divisas. Así se ha contribuido, sin duda, a mantener la actividad económica interna en un nivel relativamente alto, si se tiene en cuenta la fuerte contracción de las exportaciones. Pero a la vez se ha propendido, como era natural, a que las importaciones continúen también con un volumen elevado a tal punto que han llegado a constituir uno de los factores principales del desequilibrio del balance de pagos".

El BCRA no se ubicó en una posición que pudiese ser calificada como diametralmente opuesta a la "currency school". La política del BCRA, al menos hasta poco antes del comienzo de la guerra, se podría caracterizar como teniendo un propósito doble: en el corto plazo suavizar el ciclo originado en el balance de pagos y en el largo plazo de aplicación de una regla de efectuar emisiones de base monetaria relacionadas con los movimientos del sector externo. Podría decirse que se aplicó una regla acompañada de una discreción

limitada. La lectura del Informe del perito británico Sir Otto Niemeyer, director del Banco de Inglaterra y asesor del Gobierno argentino, sugiere que la política aplicada por el BCRA ya había sido anticipada por Niemeyer en 1933.

Después de mencionar el ajuste automático de la emisión monetaria que hacía la Caja de Conversión de acuerdo con los movimientos del oro, el Informe decía (párrafo 4): "It may be doubted whether any country subject to such large natural fluctuations in economic activity as the Argentina could support for long so direct and rigid an automatic linking of the supply of currency with the balance of external payments. While some link is fundamental, too tight a link will break from its own want of elasticity".

Si por imperio de las circunstancias, el BCRA hubiese comenzado su política de suavizar los efectos monetarios del sector externo con una política expansiva se podría haber generado un problema de credibilidad. Las cifras del Cuadro 4 (columna 2) muestran que no existió motivo para ello ya que el BCRA contrajo, no expandió, la emisión sin respaldo en 1936 y 1937. En 1938 la emisión sin respaldo creció pero era inferior a la de 1935 y en 1940 estaba prácticamente igualada con la de fines de 1935. La emisión sin respaldo aumentó en 1941 y 1942 y después comenzó a descender hasta ser negativa, por un monto reducido, en 1945. Las cifras de Billetes y obligaciones a la vista y Oro y divisas, que el BCRA informaba en sus balances, presentan una evolución parcialmente distinta, en especial en 1944 y en 1945, que se reproduce en el Cuadro 4 (columna 1) conjuntamente con la emisión sin respaldo que surge de considerar la moneda subsidiaria y la contrapartida en divisas de los Certificados de Custodia (columna 2).

**CUADRO 4**  
**Emisión sin respaldo**

<b>Año</b>	<b>Billetes y oblig.vis- ta - Oro y divisas (1)</b>	<b>Pasivo monetario - Sector externo(2)</b>
1935	335.3	531.4
1936	118.4	326.0
1937	214.9	189.6
1938	253.4	453.0
1939	406.3	539.1
1940	441.9	528.1
1941	490.9	571.1
1942	550.1	660.0
1943	443.7	397.9
1944	738.6	294.3
1945	693.3	-32.0

- Representación gráfica de las variaciones de los pasivos del BCRA y del sector externo

Las variaciones de estas series presentadas en el Gráfico 5 muestran una clara asociación entre las variaciones del sector externo y la suma de las variaciones del pasivo monetario más las variaciones de los Certificados (ambas en millones de m\$<sub>n</sub>) y también el poco peso de los activos internos (salvo el año 1943) en el activo total del BCRA.

El Gráfico 6 muestra una menor relación entre las variaciones de las cuentas del sector gobierno y las variaciones del pasivo monetario más la colocación de certificados (las series en millones de m\$<sub>n</sub>). El aumento del crédito al sector gobierno en 1943 refleja la adquisición a fines de ese año por el BCRA de las Obligaciones emitidas por la Ley 12817, a las que se alude más adelante, en poder del Banco de la Nación Argentina (BNA).

Con respecto a los Gráficos 3 y 4, las cifras de fin de año utilizadas en su elaboración muestran la emisión sin respaldo en oro y divisas. Estos gráficos se corresponden con los Gráficos 1 y 2, pero están preparados con los datos que incluyen la moneda subsidiaria en el pasivo del Banco Central y la

contrapartida en divisas de los Certificados de custodia en la cuenta Sector externo por lo que se observan diferencias. El Gráfico 4 muestra un mayor nivel de respaldo al fin del período que el Gráfico 2 debido al nivel elevado de Certificados de custodia a fines de 1945. La línea horizontal del Gráfico 4 corresponde al respaldo promedio de las 11 observaciones con datos de fin de año: 0.817 (desviación standard: 0.1).

#### *Consideración adicional de las operaciones de colocación de Certificados*

El BCRA esterilizó, en los términos de la descripción efectuada, el efecto monetario de los grandes movimientos de divisas. La Memoria de 1937 (pág. 15/16) contiene consideraciones muy claras sobre el mecanismo de operación de esos movimientos que es conveniente citar brevemente y que explican, en la opinión del BCRA, la razón para adoptar una política de esterilización:

"Es un hecho sistemáticamente comprobado en nuestro país que esos medios de pago traídos por el ingreso de divisas (al igual que en el caso de entradas de metálico en un régimen de patrón oro) tienden finalmente a cancelarse, lo mismo que tales divisas, puesto que se emplean después de cierto tiempo en el pago de las mayores importaciones y remesas al exterior que ellos mismos han originado. Sólo queda en el país la cantidad adicional de circulante que van requiriendo el crecimiento de la población y el del volumen de las transacciones.

"No es otro el mecanismo por el cual las importaciones propenden de continuo a adaptarse al aumento de las exportaciones y demás elementos activos de nuestras cuentas exteriores. El incremento de las importaciones es por lo tanto una consecuencia natural del incremento de la capacidad adquisitiva exterior, reflejada en más abundantes medios de pago".

El Mensaje del Poder Ejecutivo al H. Congreso había sostenido puntos de vista similares (pág. 636): "...la importación de mercaderías es tan sensible al aumento del poder adquisitivo con que cuenta la población en nuestro país, que el incremento de los medios de pago no tarda mucho en estimular su fran-



co crecimiento".

La correspondencia entre este mecanismo y el enfoque monetario de la balanza de pagos es clara y no requiere comentarios adicionales. Con la limitación de las importaciones impuesta por la guerra, las consecuencias del aumento de los medios de pago se modificaron. La Memoria de 1942 (pág. 10/11) señala otros efectos del aumento de los medios de pago: a) aumentos en el volumen de las transacciones; b) acentuación local del aumento de precios; c) incremento de los depósitos en las cuentas bancarias con un menor movimiento de las mismas.

Un instrumento de esterilización utilizado por el BCRA fue la utilización de los ya mencionados Certificados de Participación en los Bonos Consolidados del Tesoro Nacional. Estos Bonos Consolidados, en un monto inicial de m\$*n* 400 millones, fueron recibidos por el BCRA en oportunidad de su creación. Los Certificados de Participación se licitaban entre los bancos quincenalmente, generalmente a plazos de 90 días. Podían ser descontados en el BCRA a un tipo de interés superior al que devengaban. Una condición importante para la suscripción era que los bancos tuviesen un efectivo muy superior al mínimo legal, con lo que se trataba de lograr una mayor absorción. La colocación de estos Certificados estaba limitada por las tenencias del BCRA de Bonos Consolidados del Tesoro Nacional.

Otro instrumento comenzó a emplearse en 1937, constituido por los Certificados de Custodia en Oro y Divisas: el BCRA compraba con los fondos entregados por los bancos y por cuenta de éstos, activos externos que rendían un interés a los bancos. Los bancos recibían del BCRA certificados de custodia, y éste mantenía separadamente, sin incorporar a su contabilidad, los activos externos que respaldaban los certificados de custodia.

Hasta 1942, la variación del crédito al sector gobierno es relativamente menor. En 1943 el BCRA adquirió a fines del año al BNA Obligaciones del Tesoro (Ley 12817 de 1942) por un monto de m\$*n* 400 millones que el Tesoro le había entregado al BNA en pago parcial por la financiación de las compras de cosechas efectuadas por la Junta Reguladora de Granos. El Tesoro tuvo pérdidas debido a estas compras por m\$*n* 430 millones (Memoria de 1942, pág. 23). Según las explicaciones más detalladas de Prebisch, (Prebisch, 1944, pág. 98), el BNA recibió del Tesoro bonos de corto plazo a una tasa de interés más atractiva y a cambio el Tesoro recibió los pesos emitidos por el BCRA.

El efecto monetario de esta compra de Obligaciones que efectuó el BCRA fue esterilizado mediante la suscripción inicial por parte del Gobierno de Certificados de Participación por m\$*n* 225 millones y la adquisición de libras esterlinas por m\$*n* 175 para pagar empréstitos externos (Memoria de 1943, pág.17). Posteriormente, durante 1944, el Tesoro canceló la inversión remanente en Certificados y adquirió libras esterlinas bloqueadas para cancelar deuda externa. De este modo, en el activo del BCRA aumentaron las Obligaciones del Gobierno y disminuyó la posición externa en libras bloqueadas; el Gobierno, por su parte, canceló deuda externa contrayendo un pasivo con el BCRA.

La expansión del crédito del BCRA al gobierno entre fines de 1935 y de 1945 fue de m\$*n* 434.9 millones (84.2%). Si se excluyen las operaciones de compra de las Obligaciones mencionadas, con un monto neto de amortizaciones a fines de 1945 por m\$*n* 356.5 millones, el aumento de crédito al Gobierno alcanzaría a m\$*n* 78.4 millones (15.2%), o sea una tasa anual de 1.4% en el período fin de 1935 a fin de 1945.

#### *Mediciones de la emisión sin respaldo para la década según metodologías alternativas*

El Cuadro 5 presenta el balance del BCRA a fines de 1935 y de 1945 y la emisión sin respaldo entre ambas fechas. El sector bancario no aparece en el balance porque a fines de 1935 y de 1945 no registraba deudas con el BCRA. Como se destaca en cada caso, sólo el primer método de cálculo es compatible con las normas de la ley 12155 de creación del BCRA.

I) Entre fines de 1935 y fines de 1945 la emisión ("billetes y obligaciones a la vista") aumentó m\$*n* 3559,3 millones y el incremento de "oro y divisas", m\$*n* 3201,3 millones, explica la mayor parte de la emisión. La emisión sin respaldo, m\$*n* 358 millones (línea I) del Cuadro 5), representa el 10.1% del aumento de "billetes y obligaciones a la vista". Este cálculo, previsto en la Ley 12155, se corresponde con las cifras sobre cumplimiento del respaldo en oro y divisas que el BCRA publicaba en sus balances mensuales.

II) Con los datos que incluyen moneda subsidiaria en el pasivo monetario y contrapartida de los Certificados de Custodia de Oro y Divisas en la posición en activos externos, la emisión sin respaldo disminuyó en m\$*n* 563,4 millones entre fines de 1935 y de 1945 (línea II) del Cuadro 5 ; (ver también columna (2) del Cuadro 2). De hecho, a fines de 1945 no había emisión sin respaldo. El pasivo monetario aumentó m\$*n* 3653.9 (93.9%), los activos externos m\$*n* 4217.3 (211%) y los activos internos (incluyendo patrimonio y cuentas varias y excluyendo certificados) en m\$*n* 441.7 (62.2%). Las operaciones con Certificados contribuyeron con m\$*n* 1005.1 millones a la evolución de la emisión sin respaldo. A fines de 1945, las colocaciones de certificados eran equivalente al 21% del pasivo monetario. Debido a la inclusión de la moneda subsidiaria en el pasivo monetario esta medición no es la prevista en la Ley 12155.

III) Por otra parte, si se compara el pasivo monetario y el sector externo a fines de 1935 con los datos publicados para 1945 en el Boletín Estadístico de Junio de 1962 se tendría un aumento de la base de m\$*n* 3734.5 millones y un aumento de la posición externa de m\$*n* 4274.4 millones, lo que implica una contracción en la emisión sin respaldo de m\$*n* 539.9 millones (línea III) del Cuadro 5). La inclusión de la moneda subsidiaria en el pasivo monetario no se ajusta a las previsiones de la Ley 12155 sobre cálculo del respaldo.

**CUADRO 5**  
**BCRA. Balances (en millones de m\$<sub>n</sub>)**

	31/12/1935	31/12/1945	Variación
Oro y divisas	1353.7	4555.0	3201.3
Gobierno	516.7	951.6	434.9
<u>Activo = Pasivo</u>	<u>1870.4</u>	<u>5506.6</u>	<u>3636.2</u>
Billetes y obligaciones vista	1689.0	5248.3	3559.3
Certificados de participación	178.6	167.7	-10.9
Capital, reservas y otros	2.8	90.6	87.8
<i>Información no contable</i>			
-Moneda subsidiaria	196.1	290.7	94.6
-Certificados de Custodia en oro y divisas	0	1016.0	1016.0
-Certificados/Pasivo monetario (en porciento)	10.6	22.6	28.2
<i>Emisión sin respaldo</i>			
I) Pas.mon. - Act.Externo	335.3	693.3	358.0
II) (Pas.mon. + Mon.subs.) -(Act.ext. + Cert.custodia)	531.4	-32.0	-563.4
III) Id.II) según Bol.Est.	531.4	-8.5	-539.9
<i>Pasivos monetario y por Certificados sin respaldo</i>			
IV) Igual a II) + Certificados	710.0	1151.7	441.7

IV) La línea IV) del Cuadro 5 es conceptualmente distinta de las anteriores. Suma a los resultados de la línea II) los Certificados bajo el argumento de que éstos a su vencimiento se transforman en pasivos monetarios si no se renuevan. Este cálculo no entra en las prescripciones de la Ley 12155. La variación de m\$<sub>n</sub> 441.7 millones que registra esta línea es igual a la suma de la variación de los activos internos por sector gobierno y bancos menos la variación de Capital y conceptos varios y es igual a la suma de las dos últimas columnas del Cuadro 2.

### III. Evolución de algunas variables

Para proporcionar un marco de referencia general, describimos brevemente la evolución de algunas variables macroeconómicas. El Gráfico 9 contiene los datos mensuales de la suma de billetes y depósitos bancarios y también el índice de precios al por mayor de la ciudad de Buenos Aires. Se puede observar el rápido crecimiento de billetes desde los últimos meses de 1940, que contrasta claramente con la estabilidad previa. La evolución del nivel de precios tiene diferencias con la del agregado monetario. La tasa de inflación correspondiente es reproducida en el Cuadro 6 con variaciones anuales calculadas al último mes de cada año.

**CUADRO 6**  
**TASA de INFLACION (precios al por mayor de Buenos Aires)**

Periodo	Tasa anual (en %)
1936	4.0
1937	8.9
1938	-7.8
1939	18.2
1940	1.8
1941	37.0
1942	13.4
1943	5.8
1944	5.9
1945	1.3

La velocidad de rotación, definida como el cociente entre cheques compensados y depósitos en cuenta corriente (Gráfico 10), muestra una tendencia declinante a lo largo de todo el período indicado que es compatible con un aumento de la demanda por dinero.

De acuerdo con los datos publicados por el BCRA en la Memoria de 1945 el producto bruto interno en términos reales (Gráfico 12) creció entre 1935 y 1945 a una tasa del 3.4% anual. El Gráfico 13 muestra la evolución

de los tipos de cambio. El Gráfico 14 muestra la evolución de los precios de las exportaciones y de las importaciones; para los primeros el aumento entre 1936 y 1945 fue de 72% y para los segundos de 109% (datos de Balboa, 1972).

#### **IV. Independencia del BCRA**

I. La Carta Orgánica de 1935 no estableció, como la mayoría de las Cartas posteriores, que el BCRA debía ajustarse a las directivas en materia de políticas que impartiese el Gobierno Nacional. Su artículo 48 solamente dice que las relaciones con el Poder Ejecutivo se mantendrán por el Ministerio de Hacienda, disposición que se repite en otras Cartas posteriores. El Directorio estaba integrado por 12 miembros, además del Presidente y Vicepresidente.

La ley estableció que el Poder Ejecutivo nombraba, con acuerdo del Senado, al Presidente y Vicepresidente del Banco, además de un director (artículos 10 y 12) (sin contar al director representante del BNA). Algunos autores sostienen que esta prerrogativa del Ejecutivo le quitaba independencia al BCRA (Goodhart, Capie y Schnadt, 1994, pág. 211); el Mensaje del Poder Ejecutivo al H. Congreso (pág.639) hacía notar que para asegurar el funcionamiento independiente del BCRA, la ley "delegaba en los bancos accionistas gran parte de las facultades que le corresponderían [al Gobierno] como principal suscriptor en la elección de los miembros del directorio".

II. Se ha hecho la distinción entre la independencia de la banca central en materia de metas económicas y la independencia instrumental. Stanley Fischer (1995) ha afirmado que los bancos centrales deberían tener independencia instrumental pero no de metas. Este autor ha dicho que para que un banco central sea independiente debe poder fijar las tasas de interés, el crecimiento de la cantidad de dinero y estar libre de la obligación de financiar al Gobierno u otros sectores. El BCRA habría influido sobre las tasas de interés con las operaciones de colocación de certificados; su evolución en el período bajo estudio fue muy estable (Arnaudo, 1987). Con respecto a la determinación de la cantidad de dinero, el BCRA habría influido con las operaciones con Certi-

ficados aun cuando su evolución fue afectada por las limitaciones que surgían de la financiación bancaria al Tesoro, principalmente por compra de cosechas, que en algunos años, principalmente 1941 y 1942, no permitían la colocación de Certificados. Con respecto a la financiación del BCRA al Tesoro, la Carta de 1935 estableció límites moderados a los adelantos transitorios al Tesoro que fueron superados por la legislación posterior: podían alcanzar al 10% de los recursos en efectivo promedio de los últimos tres años. Los adelantos registrados a fines de los años 1937, 1938, 1940 y 1942 tuvieron niveles reducidos.

La adquisición de las Obligaciones de la Ley 12817 constituyó una operación de financiación del Gobierno por el BCRA<sup>7</sup>. Por su importancia, citaremos algunas declaraciones relacionadas con esta adquisición. La Memoria de 1942, pág. 24-26, muestra la preocupación de las autoridades del BCRA por la sanción de la Ley 12817. Ésta establecía que las Obligaciones entregadas al BNA podían ser vendidas al BCRA o caucionadas por éste hasta la suma de m\$<sub>n</sub> 400 millones. Señala la Memoria,

"La ley ha dado, pues, a la Institución reguladora una nueva facultad que le permitirá emitir billetes hasta tal suma con la garantía de los títulos mencionados. Basta señalar este punto, que no por corresponder a una situación de emergencia deja de entrañar una modificación fundamental en el régimen de la emisión de billetes del Banco Central, para justificar la necesidad de proceder en esta materia con extrema moderación. La firmeza de propósitos en tal sentido ha de contribuir a disipar muy explicables preocupaciones".

La Memoria transcribe una carta enviada por el Ministro de Hacienda al BCRA que a su vez reproduce las consideraciones del Poder Ejecutivo al referirse al proyecto de Ley:

<sup>7</sup> El origen de la operación (financiación del BNA al Gobierno para compra de las cosechas) sugiere que el concepto de independencia del banco central puede ser de utilidad limitada cuando existen bancos comerciales estatales que efectúan préstamos al sector público.

"La adquisición o caución de las obligaciones por el Banco Central no sería automática, ni tampoco podría serlo sin grave detrimento para la seguridad del sistema monetario puesto bajo su control. Es éste un punto fundamental que el P.E. debe destacar muy especialmente, pues al apartarse de él significaría dislocar seriamente la organización creada en 1935, Ni el redescuento, por excelente que sea la calidad de los documentos, ni la compra o caución de valores, deben ser funciones mecánicas que se han de atender a sola presentación de los papeles pertinentes. Es indispensable reservar al Banco la facultad de realizar o no esas operaciones según sean las condiciones del mercado monetario y financiero y los requerimientos de fondos de la actividad económica".

La preocupación expuesta por la Memoria de 1942 desaparece en la Memoria de 1943. Esta última (pág.16/17) comenta que la operación de compra se justifica ampliamente por el destino dado a los fondos (aplicación a un plan de repatriación de deuda externa) y

"...es perfectamente sana desde el punto de vista monetario, puesto que los recursos creados mediante la compra de esos papele se cancelaron con operaciones compensatorias..."

III. Se han propuesto otros criterios para determinar si un banco central es o no independiente. Algunos de ellos son los siguientes (véase Cukierman, 1992).

1) El primero es un test débil referido al término de ejercicio de las autoridades y su superposición con el de las autoridades políticas. La Carta Orgánica de 1935, al igual que las Cartas subsiguientes, no establecieron la coincidencia del mandato de las autoridades del BCRA con las del titular del Poder Ejecutivo. Debe señalarse, como elemento a favor de la independencia fáctica del BCRA, que el primer presidente del BCRA, Ernesto Bosch, permaneció en sus funciones durante un lapso de diez años.

2) Existencia de metas monetarias cuantitativas. Como ya se explicó más arriba, se podría interpretar que el BCRA actuó en el largo plazo como si tuviera una meta de no emitir sin respaldo. Sin embargo, el texto legal no limitó



cuantitativamente el crédito a los bancos sino solamente por el destino de los fondos que debían estar dirigidos a actividades productivas genuinas. Los primeros años del BCRA registran una actividad crediticia hacia los bancos mínima y de carácter experimental.

3) Prioridad asignada a la meta de estabilidad de precios. La preocupación actual con la estabilidad de precios parecería que era menor en la primer época del BCRA tal vez debido a la relativa estabilidad de precios existente y a la apertura de la economía. Las Memorias del BCRA muestran una gran preocupación con la evolución del nivel de precios recién en los años de la guerra cuando no se podían realizar importaciones por el conflicto bélico, generándose una situación de exceso de demanda de bienes.

4) Memoria anual, balance anual y balances semanales. Las Memorias del BCRA correspondientes a su primera época son, en general, documentos económicos valiosos en los cuales el BCRA examinó con independencia de juicio los mecanismos de transmisión de la política monetaria, la evolución de la economía y los peligros potenciales que podían sobrevenir. Los balances semanales y la Revista Económica daban a conocer una buena cantidad de informaciones, estudios y estadísticas económicas, lo que sugiere que el BCRA contaba con un servicio de estudios económicos adecuado a sus necesidades. Por otra parte, debe destacarse la cualidad didáctica de las Memorias para explicar la evolución monetaria y económica a la opinión pública.

## V. Conclusiones

El BCRA fue creado dentro de un marco legal que determinaba algunos límites a la política monetaria: los préstamos al Gobierno Nacional estaban limitados y se fijaron por ley los porcentajes de efectivo mínimo. Otra limitación, que no fue operativa, era la garantía de oro y divisas del pasivo monetario del BCRA. En el corto plazo el BCRA neutralizó el resultado del balance de pagos en los años 1936 a 1938 para atenuar el ciclo económico. En algunos de los años siguientes obraron otros factores que determinaron la no esterilización. Finalmente, en los últimos años de la década el BCRA volvió

a esterilizar. Esta política del Banco no es compatible con la regla del patrón oro mencionada en el primer párrafo de este trabajo. Sin embargo, en el largo plazo, el BCRA no se apartó significativamente de esa regla, pudiendo decirse que operó un régimen de regla acompañado de una discreción limitada. También puede decirse que la heterodoxia monetaria del BCRA respecto del patrón oro no tuvo un sesgo monetario expansivo y diferencia la primer época del BCRA de otras posteriores.

¿Fue el BCRA independiente? En general, parece razonable contestar afirmativamente tomando en cuenta todos los aspectos considerados; sin embargo, subsiste una excepción importante referida a la financiación de las operaciones de compra de cosechas por el Estado que desembocaron en la adquisición por parte del BCRA de las obligaciones a largo plazo de la Ley 12817.

GRAFICO 1 - Emisión de billetes y obligaciones a la vista por oro y divisas y por emisión sin respaldo



GRAFICO 2 - Respaldo Oro y divisas/Billetes y obligaciones a la vista

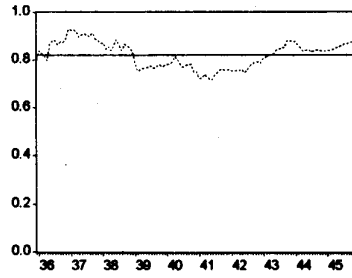


GRAFICO 3 - Emisión de pasivo monetario por sector externo y emisión sin respaldo

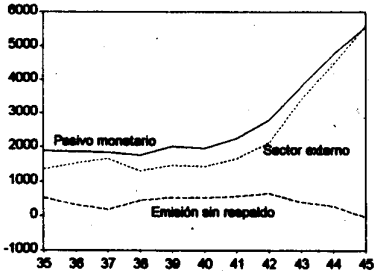


GRAFICO 4 - Respaldo Sector externo/Pasivo monetario

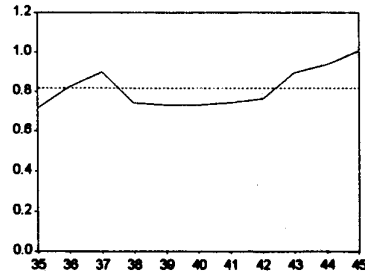


GRAFICO 5 - Variación del sector externo. Variación del pasivo monetario y de certificados de absorción.

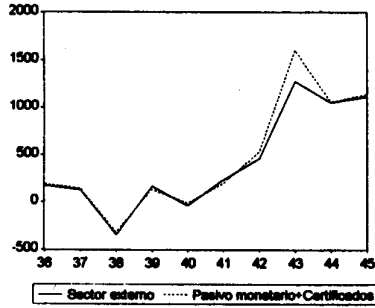


GRAFICO 6 - Variación del sector gobierno. Variación del pasivo monetario y de certificados de absorción.

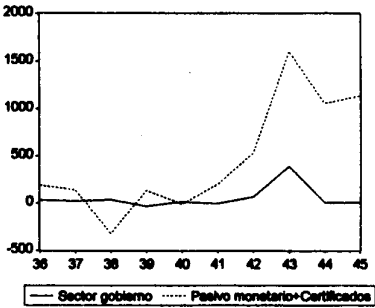


GRAFICO 7 - Variación de certificados de absorción.  
Variación del sector externo

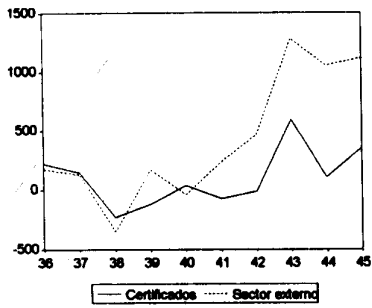


GRAFICO 8 - Variación de certificados de absorción.  
Variación del sector gobierno

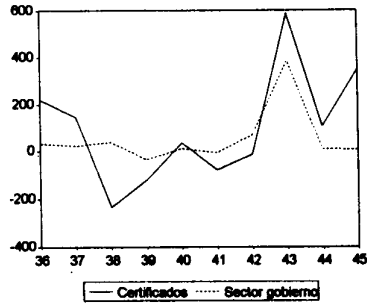


GRAFICO 9 - Billetes y depósitos bancarios.  
Índice de precios al por mayor de Buenos Aires  
(base 1926 = 1)

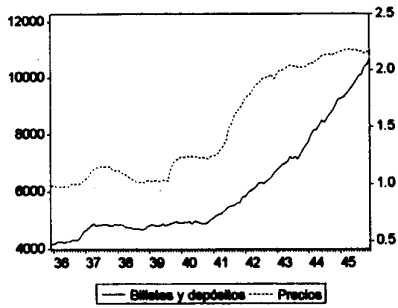


GRAFICO 10 - Velocidad de rotación  
de los depósitos en cuenta corriente

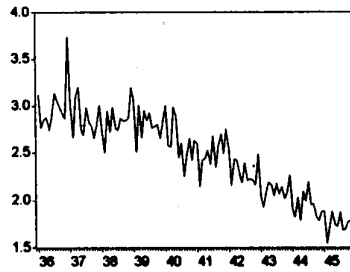


GRAFICO 11 - Comercio exterior  
(en millones de m\$N)

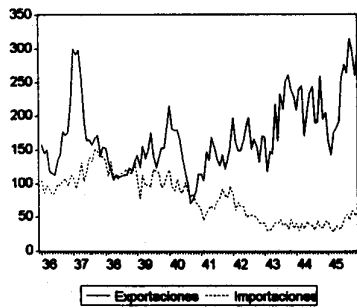
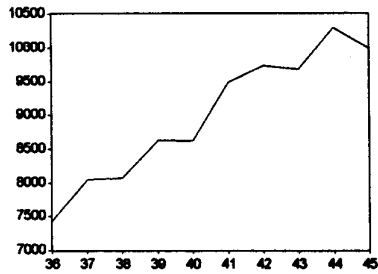
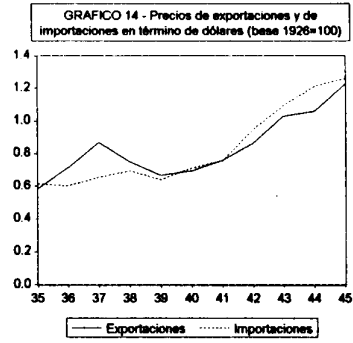
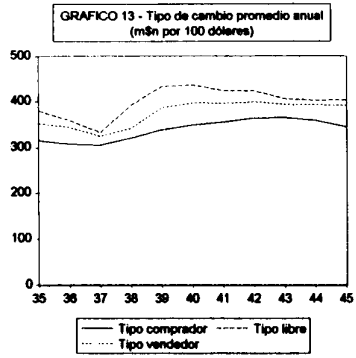


GRAFICO 12 - Producto bruto interno  
a precios de 1935 (millones de m\$N)





**REFERENCIAS**

ARNAUDO, Aldo (1987). "Cincuenta años de política financiera argentina (1934-1983)". El Ateneo, Buenos Aires.

BALBOA, Manuel (1972). "La evolución del balance de pagos de la República Argentina, 1913-1950". Desarrollo Económico, Abril-Junio.

BCRA (1972). "La Creación del Banco Central y la experiencia monetaria argentina entre los años 1935-1943". 2 volúmenes.

BCRA. "Memorias Anuales". Años 1935-1945.

CUKIERMAN, Alex (1992). "Central Bank Strategy, Credibility and Independence". The MIT Press.

FISCHER, Stanley (1995). "The Unending Search for Monetary Salvation". NBER Macroeconomics Annual 1995. The MIT Press.

GOODHART, Charles, CAPIE Forrest y SCHNADT Norbert (1994). "The Development of Central Banking". En "The Future of Central Banking", compilado por Forrest Capie, Charles Goodhart, Stanley Fischer y Norbert Schnadt. Cambridge University Press.

McKINNON, Ronald I. (1996). "The Rules of the Game". The MIT Press.

NURKSE, Ragnar (1945). "Experiencia Monetaria Internacional", Sociedad de las Naciones. México.

NIEMEYER, Sir Otto (1933) "The Niemeyer Report, The Review of the River Plate". April 7, 1933. Versión en castellano, en los diarios La Nación y La Prensa del 3 de abril de 1933.

OVERSTONE, Lord (1844). "Thoughts on the Separation of the Departments of the Bank of England". En "Tracts and Other Publications on Metallic and Paper Currency". London, 1857, pág. 249/254; edición del autor. Reimpreso por Augustus M. Kelley, Clifton, 1972.

PODER EJECUTIVO, Mensaje al H. Congreso de la Nación con el proyecto de ley de creación del BCRA, en La Creación del Banco Central y la experiencia monetaria entre los años 1935-1943, pág. 629-658.

PREBISCH, Raúl (1944). "Conversaciones en el Banco de Méjico, S.A.". Reproducido en "Raúl Prebisch, Obras 1919/1948", Vol.III. Publicado por la Fundación Raúl Prebisch. Buenos Aires, 1991.

PREBISCH, Raúl (1985). "La experiencia del Banco Central Argentino en sus primeros ocho años". En "El Banco Central de la República Argentina en su 50 aniversario, 1935-1985". Publicado por el BCRA.

**POLITICA MONETARIA E INDEPENDENCIA  
DEL BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA  
EN SU PRIMERA DECADA**

**RESUMEN**

El propósito de este trabajo es examinar tanto la política monetaria del BCRA entre 1935 y 1945 como su independencia respecto del Gobierno Nacional. Los datos que surgen de los balances del BCRA muestran que si bien en el corto plazo el BCRA siguió una política monetaria activa frente a las oscilaciones del sector externo, en el largo plazo el crecimiento de la base monetaria estuvo respaldada en los activos externos.

La respuesta a la pregunta sobre la independencia del BCRA respecto del Gobierno Nacional es en general afirmativa, con la excepción evidente de una financiación del BCRA al Gobierno Nacional en 1943 como resultado de una ley del Parlamento.

**MONETARY POLICY AND INDEPENDENCE  
OF THE CENTRAL BANK OF ARGENTINA  
DURING ITS FIRST DECADE**

**SUMMARY**

The purpose of this paper is to examine both the monetary policy of the Central Bank of Argentina and its independence of the National Government during the years 1935-1945. Central Bank statistics show that in the short run the Bank followed an active monetary policy confronting the monetary oscillations produced by the external sector; nevertheless, in the long run the growth of the monetary base was backed by the increase of the external assets of the Bank.

The answer to the question of the independence of the Bank is, in general, positive. However, a financing of the Bank to the Government in 1943, as a result of a law enacted by the Parliament, was an evident exception.