

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

Ralph M. Kebisch

Mayo de 2015

1.- Introducción

La creación del Banco Central de la República Argentina en 1935 fue un hecho tardío para la historia monetaria argentina, que para ese momento reportaba una oscilante trayectoria de diferentes regímenes cambiarios y monetarios bajo diversos arreglos institucionales. El BCRA puso fin a ese período de desorganización y superó la prueba de la historia, al demostrar efectividad para la centralización de los instrumentos de política monetaria, bajo un contexto internacional que sometía a la economía argentina a una dinámica de auges y contracciones espasmódicas, con indeseadas consecuencias para la producción y el empleo. Que las condiciones que motivaron la creación del BCRA estén asociadas a sus objetivos de corto plazo puede condicionar a la formación de una mirada pragmática acerca de la política monetaria en relación con su coyuntura. Sin embargo, la teoría monetaria ha discutido con intensidad muchos de los problemas que su práctica se plantea, lo cual permite ofrecer una renovada perspectiva que amplíe los límites del análisis histórico hacia la relación entre teoría y práctica.

El objetivo de este trabajo es caracterizar la política del BCRA en sus primeros años y contrastar su práctica con algunos tópicos de teoría monetaria, principalmente aquellos que derivan en diferentes definiciones sobre los objetivos y los límites de la política monetaria.

Se buscará evitar el peligro de caer en una ponderación de la teoría por encima de la práctica, por el riesgo que implica analizar una circunstancia bajo el lente de teorías que surgieron posteriormente. Incluso se debe reconocer que la práctica ha sido innovadora en la implementación de soluciones que las teorías no contemplaban y de las que han debido dar cuenta con posterioridad. El espíritu de la propuesta es transitar el trayecto entre la teoría y la política monetaria para contribuir a enriquecer nuestro conocimiento acerca de las funciones del Banco Central y sus capacidades.

El trabajo se organiza en cinco secciones. Luego de esta introducción, en la segunda sección se exponen los principales rasgos de la economía argentina en la década de 1930 y las causas de la creación del BCRA; en la tercera sección se caracteriza la intervención del Banco Central durante sus primeros años; en la cuarta sección se presentan algunas discusiones de teoría monetaria en relación con la intervención del BCRA; la última sección recoge las conclusiones del ensayo.

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

Por último, cabe considerar que el proceso que llevó a la creación del BCRA no estuvo exento de discusiones y su conformación inicial y la implementación de las primeras políticas deben considerarse como producto de una obra colectiva. Sin embargo, las fuentes relevadas adjudican a la figura de Raúl Prebisch, promotor del BCRA y primer Gerente General, un rol destacado en la definición de la política monetaria durante su práctica en la institución. Por eso Prebisch será una referencia ineludible sobre el contexto local. En cuanto al estado de las discusiones teóricas a nivel general, se considerarán especialmente los aportes de la corriente teórica clásica y de John M. Keynes, por su centralidad en la historia del pensamiento económico del siglo XX.

2.- El contexto económico la creación del BCRA

Cuando a fines de la década de 1920 se registró una abrupta caída de los precios de las materias primas, los países exportadores de productos primarios sufrieron una sensible disminución en el ingreso de dólares, lo cual los enfrentó a severos desajustes en sus balanzas de pagos. La situación habría de empeorar luego del estallido de la crisis financiera en Wall Street y la difusión de la crisis sobre la economía real, que generó una suspensión del comercio internacional en el período de estancamiento conocido como la Gran Depresión.

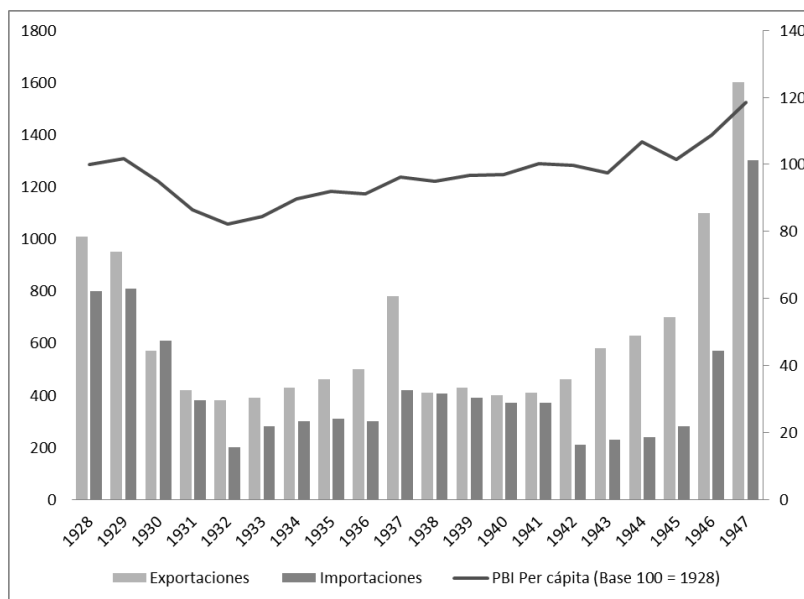


Gráfico 1: exportaciones, importaciones y PBI per cápita. Fuente: Cortés Conde R. (2014) y The Maddison Project (2013)

La Argentina no fue ajena a este proceso (ver Gráfico 1). Si la cuenta corriente ya se encontraba comprometida por el efecto de la caída de precios, la virtual suspensión del comercio mundial y la inviabilidad para financiar el déficit en la cuenta capital agravaron la situación. La política monetaria no estaba en las mejores condiciones para abordar esta coyuntura, en tanto se encontraba vigente un régimen cambiario que ataba al peso al valor del oro. Las operaciones de cambio se instrumentaban a través de la Caja de Conversión, que entregaba los pesos que emitía a cambio de oro y también vendía oro para absorber pesos, en ambos casos de acuerdo a un mismo tipo de cambio fijo. Al momento de su

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

última implementación, en 1927, la Caja de Conversión no era un instrumento novedoso: había sido creada en 1890, para implementar el patrón oro en respuesta al colapso de los Bancos Garantidos y la difusión de la crisis económica, y su último período de vigencia había sido entre 1904 y 1914. Sin embargo, mientras la Argentina se mantuvo fuera del patrón oro entre la segunda mitad de la década de 1910 y fines de la década de 1920, la Caja de Conversión perdió su utilidad original y la emisión monetaria cobró independencia respecto del nivel de reservas metálicas. Cuando en 1926 una tendencia alcista en el balance de pagos consolidó una posición favorable en dólares para el Estado Nacional, las autoridades resolvieron un restablecimiento del patrón oro. De modo tal que la Caja de Conversión solía estar sujeta, desde sus inicios, a los vaivenes del ciclo económico propios de un país agroexportador. Con ingreso de dólares por el comercio o endeudamiento externo, el régimen era estable. Sin ellos, preanunciaba la crisis de balanza de pagos.

La aguda situación que atravesaba la economía argentina en 1929 motivó un nuevo abandono del patrón oro, que esta vez sería el definitivo. En esta decisión no sólo incidieron los desequilibrios de balanza de pagos originados en la cuenta corriente de exportaciones en caída, sino también la necesidad de expansión monetaria que los bancos locales demandaban a la Caja de Conversión, a través de redescuentos con el Banco Nación.¹ Esta necesidad de efectivo se debía a ciertos manejos financieros inadecuados por parte de los bancos que solían operar con niveles mínimos de efectivo y a la política ortodoxa de venta de oro destinada a mantener el tipo de cambio, que provocó una reducción de los depósitos (Prebisch, 1980). Por lo tanto, luego de la salida del patrón oro la política monetaria se alineó con los objetivos de mantener el nivel de la moneda y de ajustar la ecuación de presupuesto estatal con recorte del gasto y aumento de los impuestos.

La ineffectividad de esta política ortodoxa resultó ineludible. A pesar de la venta de oro y del ajuste fiscal, la economía argentina no despertaba de su letargo y tampoco acudieron en su auxilio préstamos del sistema financiero internacional, en un contexto de incertidumbre financiera generalizada. La fijación de un tipo de cambio nivel bajo produjo producir deflación, escasez de divisas y el surgimiento de un mercado paralelo, Esto

¹ Además de la dinámica perjudicial mencionada, Prebisch consideraba que la estabilidad de los tipos de cambio en un sistema de patrón oro contribuía a estimular la entrada de “capitales golondrina”, lo que agravaba las fases del ciclo económico (Pérez Caldentey y Vernengo, 2012b)

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

provocó un giro en la política monetaria y en 1933 se inauguró una etapa de administración del comercio exterior con control de cambios.

El Ministro de Hacienda, Federico Pinedo, estableció un sistema de permisos de importación y desdoblamiento cambiario. Bajo este esquema, la divisa oficial regía a un cambio bajo para la liquidación de una cuota de exportaciones, mientras que había un “mercado libre de dólares” donde los exportadores liquidaban a mayor precio el resto de sus divisas, que eran adquiridas por los importadores no autorizados al cambio oficial y aquellos que enviaban utilidades o pagos de servicios al exterior. La brecha entre ambas cotizaciones, en promedio, era de aproximadamente el 17% (Prebisch, 1980). Esta política logró detener la caída en las reservas internacionales (ver Gráfico 2).

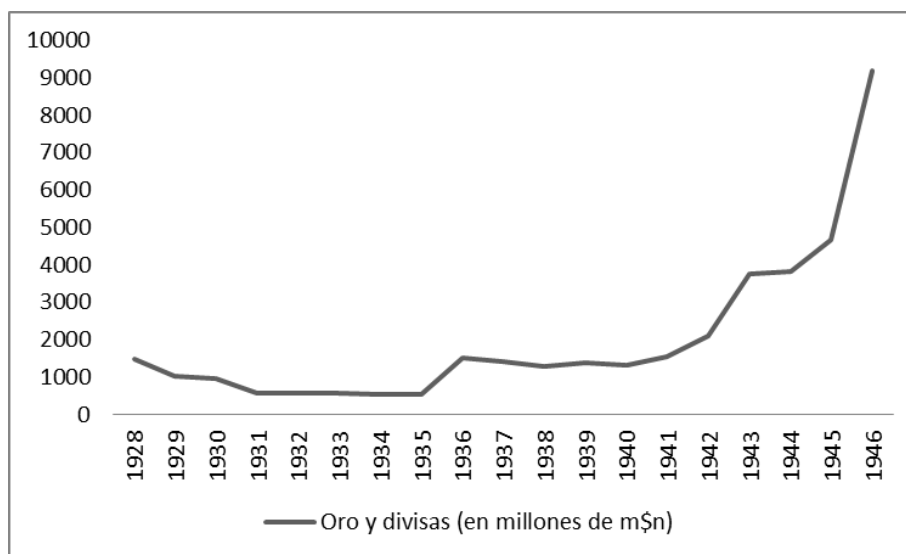


Gráfico 2: Reservas internacionales. Fuente: Arnaudo (1987) y Memorias del BCRA (1935 – 1946)

De esta manera, el contexto de la creación del Banco Central de la República Argentina se caracterizó por fuertes turbulencias en la estabilidad de las cuentas nacionales que sometieron a los principios de la ortodoxia económica a una revisión en la práctica de las políticas económicas. Descartada la variante “deflacionista” de retornar al equilibrio de la tasa de interés natural, la política de control de cambio mostró la necesidad de una intervención del Estado para conducir a la economía a la recuperación de la actividad y la estabilización de su balanza de pagos. Sin embargo, estas innovaciones de orden práctico aún no habrían de producir un impacto duradero en la teoría económica y entre los

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

hacedores de política económica era difundida la impresión de que las medidas heterodoxas constituían una excepción.

Esa tensión se presenta en el Mensaje que el Poder Ejecutivo envía al Congreso para acompañar el proyecto de creación del Banco Central. Por un lado, se consagra el objetivo de estabilidad de la moneda para volver a una situación de “normalidad monetaria”. Por el otro, se menciona que la economía mundial se dirigía hacia un aumento de las medidas proteccionistas y que la Argentina no debería desprotegerse en ese contexto (Prebisch, 1980).

¿Por qué un Banco Central?

Como se ha comentado, no podría afirmarse que la decisión a crear un Banco Central responda a una convicción sobre la necesidad de salvaguardar la estabilidad monetaria, ni a una renovación sobre las ideas de administración de las variables monetarias con miras al impulso de la actividad económica. El punto de acuerdo entre ambas posiciones consistía en el estado de desorganización de las herramientas políticas que el Banco Central luego habría de concentrar y que las necesidades prácticas de respuesta a la crisis hacían prevalecer por sobre las diferencias teóricas. Sin embargo, no había consenso acerca de cuáles eran los alcances que debía tener la nueva institución y cuál debía ser el objetivo de su política.

La controversia se procesó en el seno de una comisión de notables convocada en 1931, bajo el gobierno dictatorial de Uriburu, que entre sus miembros más destacados encontraba al Dr. Alberto Hueyo como promotor de la política ortodoxa y, en el polo opuesto, al tándem Pinedo - Prebisch, más propensos a una política heterodoxa. Cuando Hueyo fue designado como Ministro de Hacienda en 1932 por Agustín P. Justo, se contrató al consultor británico Otto Niemayer, quien había redactado el proyecto de creación del Banco Central de Brasil para replicar esa experiencia en la organización del Banco Central en la Argentina.

Niemeyer formaba parte de una camada de asesores económicos como Edwin Kemmerer y William Wilson Cumberland, quienes promovían la ortodoxia financiera desde su rol de asesores en los países no desarrollados, para estructurar Bancos Centrales que persiguieran metas de estabilidad nominal con el propósito de facilitar un regreso al

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

patrón oro. A estos objetivos respondía el primer proyecto de creación del BCRA. Sin embargo, la posterior designación de Pinedo en el Ministerio de Hacienda en 1935, inclinó la discusión a favor del polo heterodoxo que planteaba la necesidad de establecer el control de capitales y mantener al peso fuera del patrón oro. El proyecto que finalmente se aprobó con el acuerdo de la bancada conservadora oficialista y los legisladores socialistas y demócratas progresistas, planteaba la centralización de la variedad de funciones que el Estado desenvolvía de manera desorganizada:

- El tipo de cambio, que era administrado por la Oficina de Control de Cambios desde el desdoblamiento de divisas entre “mercado oficial” y “mercado libre” y contaba para ello con un Fondo de Divisas, constituido por separado de las Reservas Internacionales
- La emisión monetaria, que estaba a cargo de la Caja de Conversión, la cual antes del abandono del patrón oro emitía contra el stock de metal y luego pasó a emitir contra divisas, títulos públicos y deuda del sector privado.
- El sostén del sistema financiero era el Banco Nación, que proveía de liquidez al resto de los bancos a través de redescuentos. Además, el Nación también oficiaba de prestamista con el Tesoro. Para estas operaciones se fondeaba en la Caja de Conversión.
- La regulación del sector financiero, que constituía una materia de aplicabilidad más laxa que las anteriores y, por su competencias, correspondía al Poder Ejecutivo a través del Ministerio de Hacienda.
- La administración de la deuda pública, que el Banco Nación gestionaba a cuenta del Tesoro.

La creación del BCRA el 31 de mayo de 1935 unificó competencias por orden del Poder Legislativo, que también aprobó un paquete de leyes complementarias a los fines de reordenar el sistema financiero: Ley de Bancos (Ley N° 12.156), creación del Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias (Ley N° 12.157), reforma de la Carta Orgánica del Banco Nación (Ley N° 12.158), modificación de la Ley Orgánica Banco Hipotecario Nacional (Ley N° 12.159), Ley de Organización (Ley N° 12.160), además de la propia creación del BCRA (Ley N° 12.155). La nueva estructura de regulación financiera tenía en

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

su centro a un Banco Central que concentraba el monopolio de la emisión, era prestamista de última instancia, ejercía la función de agente financiero del Estado Nacional y las tareas de regulación y control de las Entidades privadas, a través de la Superintendencia creada bajo su órbita. La institución era de propiedad mixta, con aportes del Estado Nacional y de la banca nacional y extranjera con derecho a un voto por acción. Su Directorio se integraba por un representante del Poder Ejecutivo, uno del Nación, uno de los Bancos Provinciales, tres de los bancos privados nacionales, dos de los bancos extranjeros y cuatro por la asamblea de accionistas privados en representación de los intereses sectoriales (BCRA, 1936).

Al respecto de la polémica entre la rama ortodoxa y la heterodoxa en la Comisión de notables que discutió la reforma financiera, cabe señalar que fueron muchas las diferencias entre el proyecto aprobado y el proyecto elaborado por Niemeyer a la manera de los Bancos Centrales ortodoxos. En el proyecto inicial se establecían menores poderes para el BCRA en general, sin la posibilidad de emitir en base la revaluación del oro, ni de implementar redescuentos, ni de prestar al Tesoro, ni de realizar operaciones de mercado abierto o de intervención sobre la tasa de encajes. Tampoco se ejercía una activa supervisión de las entidades privadas. Se trataba solamente de un banco de bancos con capacidad para emitir moneda convertible (Ortiz Batalla, 2014).

A grandes rasgos, podría decirse que las medidas económicas resueltas en Argentina luego de la Gran Depresión no difirieron sustancialmente de aquellas que se implementaron en otros países de América Latina. Bolivia creó su Banco Central en 1929, El Salvador lo hizo en 1934, Costa Rica, en 1936; Venezuela, en 1936; Nicaragua, en 1941. Argentina fue la primera en declarar inconvertible de su moneda en 1929, pero tres años después la siguieron Bolivia, Brasil, Colombia, México, Nicaragua y Venezuela. En el mismo año de creación del BCRA el peso se devaluó frente al oro; ocurrió lo mismo con la moneda mexicana, la uruguaya y la ecuatoriana durante el mismo año. Tal como se ha comentado, la situación internacional impuso condiciones severas para las economías exportadoras de materias primas y ciertas medidas como la salida del patrón oro, el control de capitales y la depreciación cambiaria resultaron ineludibles. Lo distintivo en el caso argentino fue que su Banco Central estuvo orientado desde su creación a la continuidad de estas políticas

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

heterodoxas de administración monetaria y por eso contó con mayores poderes que otros (Ortiz Batalla, 2014).

3.- La política monetaria del BCRA en sus primeros años

Una posible periodización de la historia de las políticas monetarias en la Argentina define la primera etapa del BCRA entre su creación en 1935 y el despido de Raúl Prebisch de su cargo como Gerente General en 1943. Tres años más tarde se habría de reformar por primera vez la Carta Orgánica del BCRA para nacionalizar la institución e incorporar nuevos objetivos en su accionar. Se considerará el mencionado criterio de periodización como marco de referencia para evaluar el desempeño del BCRA y estudiar la vinculación entre esas prácticas y los principales tópicos monetarios en discusión en la época. A grandes rasgos, se afirmará que durante las primeras fases de auge y declive económico la política monetaria tuvo objetivos contracíclicos: contener la expansión del crédito en la fase ascendente (de 1935 a 1937) e impulsarla durante la fase descendente (de 1937 a 1939) para evitar la exacerbación, por la vía monetaria, de los efectos de la caída en el nivel de producto. A partir de 1939, la política monetaria tuvo como objetivo provocar efectos sobre la producción por medio de la expansión monetaria. Esta política se mantuvo hasta que la reactivación deseada de la economía provocó la desaceleración de la expansión de la base monetaria, en los últimos meses de la gestión de Prebisch.

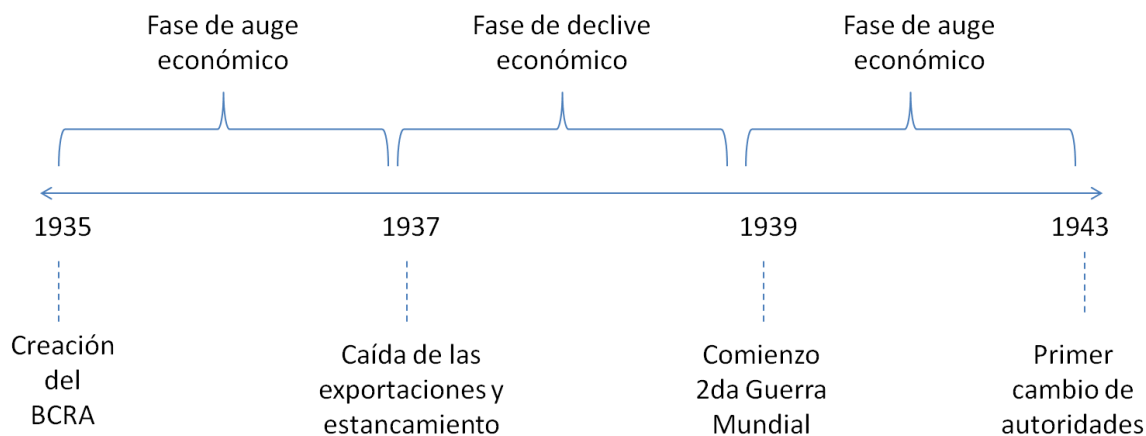


Figura 1: periodización de los primeros ocho años de políticas monetarias

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

Desde mediados de 1935 hasta mediados de 1937 se pueden marcar dos puntos fundamentales en la política del BCRA. El primero fue que luego de la devaluación del peso se obtienen ganancias de capital por aproximadamente \$700 millones de pesos (Cortés Conde, 2014). Este ingreso se aplicó al pago de la deuda del Tesoro con el Banco Nación en un 43% y al saneamiento de la deuda de los bancos privados en un 57% (Ortiz Batalla, 1998). El segundo hecho destacado fue el persistente aumento en las exportaciones y en las inversiones extranjeras, lo cual produjo un incremento de las reservas internacionales. De una y otra manera, se generaron fuertes necesidades de emisión monetaria a las que el BCRA respondió con una política de esterilización para contener la expansión de la base monetaria, de manera similar a las actuales Letras y Notas (Lebacs y Nobacs). Con este propósito se emitieron Certificados de Participación que se ofrecían en el mercado a través de licitaciones quincenales.

A este instrumento se sumaron las Letras del Tesoro, que también eran administradas por el BCRA en su carácter de agente financiero del Estado Nacional. La emisión coordinada de ambos instrumentos permitió una esterilización de \$861 millones de pesos durante los primeros años de actuación de la autoridad monetaria. Cabe destacar que Prebisch no ignoraba que la política de esterilización era más efectiva si las colocaciones de Certificados de Participación se realizaban directamente al público, en vez de que solamente los adquirieran los bancos privados, porque en ese caso hubiese habido una caída en la base monetaria y en la cantidad de dinero, en vez de producir una caída en la base monetaria que dejara la posibilidad latente de que los bancos decidieran no renovar su colocación para otorgar créditos (Prebisch, 1980). En este último caso, la esterilización podría llegar a requerir de mayores tasas con un mayor peso sobre el resultado cuasi-fiscal, o bien el BCRA tendría que resignarse a convalidar la expansión monetaria para evitar un costo que no podría ser cubierto por sus ingresos o los del gobierno. Sin embargo, la autoridad monetaria solamente podía esterilizar como en el caso 1 y no como en el caso 2 por la inexistencia de un mercado de privados que absorbieran las letras del BCRA o del Tesoro (ver Figura 2).

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

Caso A: esterilización con compra de certificados por el Banco privado

Banco privado	BCRA
Deuda Tesoro - 100	BM + 100
Encajes + 100	Deuda Tesoro - 100
Certificados + 100	Certificados + 100
Encajes - 100	BM - 100

Primero aumenta la Base Monetaria, luego se reduce

Caso B: esterilización con compra de certificados por firma privada

Firma privada	BCRA
Deuda Tesoro - 100	BM + 100
Circulante + 100	Deuda Tesoro - 100
Certificados + 100	Certificados + 100
Circulante - 100	BM - 100

Primero aumenta la Base Monetaria, luego se reducen la Base y M1

Figura 2: esterilización de emisión para pago de deudas del tesoro (se considera que previamente el BCRA compró la deuda).

A este objetivo cuantitativo sobre la cantidad de dinero, se agregan los controles que el BCRA ejerció sobre la estabilidad del sistema financiero con base en las prerrogativas de la política de esterilización. Ante una situación que encontraba a las entidades privadas en operaciones con bajo niveles de liquidez, el Banco Central no se limitó a disponer la exigencia mínima de efectivo que le confería su capacidad regulatoria, sino que estableció niveles de efectivo aún más elevados como requisito para los Bancos que fueran a participar de las licitaciones de Letras y Certificados de Participación. Otras novedades regulatorias fueron las indicaciones sobre *payout ratios*, las cuales aún sin haber sido normadas fueron generalmente acatadas por la mayoría de los bancos privados, que así siguieron una política de acumulación de reservas (Prebisch, 1980).

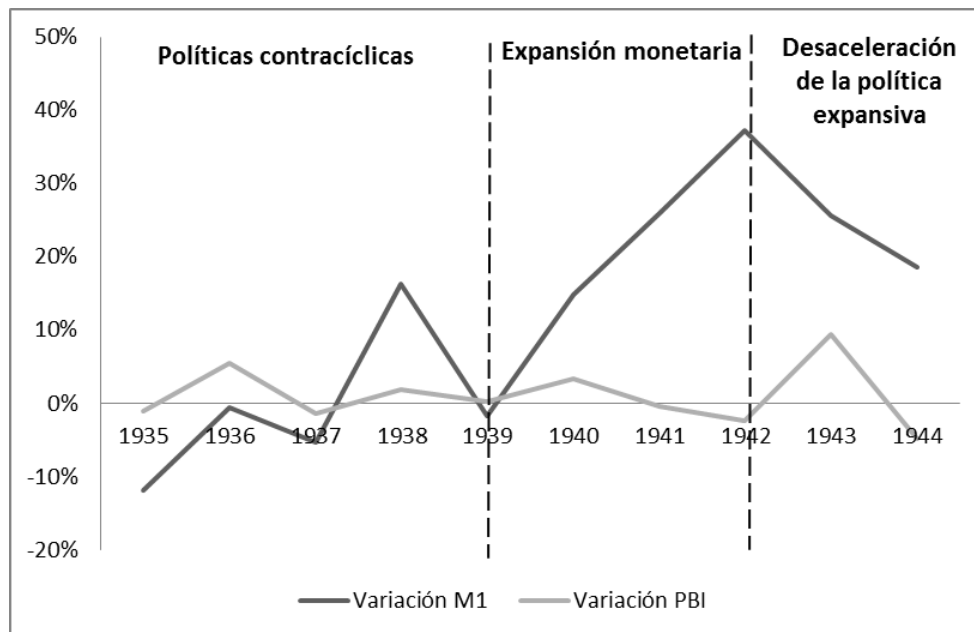


Gráfico 3: variación de M1 y del PBI. Fuente: Memorias BCRA (1935 – 1944).

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

A mediados de 1937 se produjo una contracción económica que afectó a la construcción y al sector industrial, que había ganado peso en el producto durante los últimos años. En 1938, la actividad agrícola también acusa recibo de la nueva coyuntura con la caída en las exportaciones. En respuesta a este nuevo ciclo, el Ministerio de Hacienda resuelve implementar una política fiscal expansiva. Hay un fuerte incremento del gasto público, en el que se destaca la compra de los excedentes de la cosecha de trigo por parte de la Junta Reguladora de Granos. El BCRA actúa de manera coordinada: expande la oferta monetaria para satisfacer las necesidades de política fiscal mediante adelantos transitorios y se compran las deudas emitidas bajo certificados de participación (BCRA, 1941). La caída en la tasa de interés resulta un incentivo para las decisiones de inversión de las firmas. Estas medidas se combinaron con el restablecimiento de tipos de cambio diferenciados para exportadores e importadores, al tiempo que se restablecieron los permisos para importaciones en caso de compras en el exterior de insumos clave o de bienes no sustituibles (la implementación corrió por cuenta del Ministerio de Hacienda). El alcance de esta nueva política fue limitado en un primer momento, no tanto por el desempeño de la autoridad monetaria, sino porque el motor de la demanda agregada no funcionó en su plenitud dado el rechazo a la aplicación del plan de reactivación económica (Plan Pinedo).

En 1940, hubo una transición breve, de unos pocos meses, entre el piso del anterior ciclo de contracción y un ciclo de recuperación promovido principalmente por las compras de Estados Unidos y el ingreso de inversiones extranjeras. En esta ocasión, el BCRA no esterilizó la emisión monetaria, sino que convalidó el aumento de créditos y expandió la base (ver Gráfico 4). A pesar de que la política fiscal expansiva no se había implementado, el cambio hacia un contexto internacional favorable suplía esta carencia y el incremento de la demanda por compras del exterior daba consistencia a la aplicación de la política monetaria expansiva (Prebsich, 1980).

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

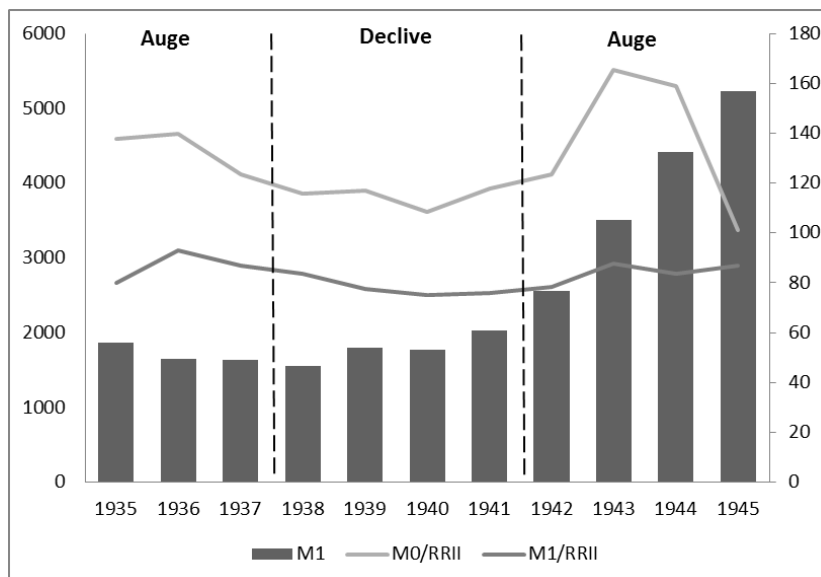


Gráfico 4: Agregados monetarios y reservas internacionales. Fuente: Memorias BCRA (1935 – 1945).

En esta línea se mantiene el BCRA hasta 1943, año en el que se estimaba que la expansión monetaria ya había cubierto las necesidades de producción y que una continuidad de las políticas de emisión más allá de lo razonable produciría un efecto inflacionario (BCRA, 1944). Por este motivo la política monetaria se alinea nuevamente con la política fiscal y en tanto el Ministerio de Hacienda dispone un aumento de los impuestos, se retoman las políticas de contracción monetaria con la absorción de 700 millones de pesos en el año 1943.

En síntesis, podría afirmarse que la política monetaria, en conexión con la política económica general, respondió al objetivo de atender a los problemas a los que la Argentina se veía inevitablemente sometida por su forma de inserción en la economía internacional, que la volvía dependiente de los flujos de comercio exterior de aquello que Prebisch denominaba el “centro cíclico de la economía mundial” (Olivos, Pérez Caldentey y Sunkel; 2000).

4.- Discusiones de teoría monetaria

Un primer tema de análisis vinculado con la creación del BCRA es el valor del dinero. La amplia difusión que los metales habían tenido como mercancía dineraria a lo largo de la historia fue el antecedente para el empleo generalizado del dinero representativo, que guardaba una relación de valor con la mercancía. Diversos autores explicaron que en esta relación se cifra el valor del dinero y la posibilidad de que sea aceptado como tal y generalmente se los agrupa bajo la denominación de “metalistas”, aunque puede encontrarse la raíz de esta idea incluso en la expresión monetaria del tiempo de trabajo que Marx plasma en *El Capital* (Gigliani, 2008). En sentido contrario, la escuela “chartalista” considera que el dinero vale por su sello, es decir, por la existencia de un Estado que lo acuña y garantiza su aceptación en un territorio en el que ejerce la soberanía.

Si bien este debate antecedió al contexto de creación del BCRA, el abandono del patrón oro por una gran cantidad de países después de la crisis contribuyó a elucidarlo. El empleo generalizado del dinero fiduciario comprobó la validez de la teoría “chartalista”, que indicaba que la moneda es considerada como tal por las propiedades que le confiere su sello y no por su capacidad para representar valor. En este sentido, si la moneda es un pasivo del Estado, su activo no se representa por una relación estricta con otra mercancía, sino por la confianza y el crédito en el propio Estado y la institución primordial que actúa como garante es el cobro de impuestos bajo esa misma denominación.

El pensamiento de Prebisch en su primera etapa como promotor del Banco Central se caracteriza por su pragmatismo y no se advierte en su obra una atención especial a esta discusión. Puede considerarse que el abandono del patrón oro en la Argentina ya había demostrado por medios prácticos la validez de la proposición “chartalista”. Sin embargo, cabe reparar en que aún cuando la inconvertibilidad de la moneda y la extensión del dinero fiduciario clausuran la polémica mencionada, de una posición “chartalista” no se deriva necesariamente una posición proclive a la salida del patrón oro. Entre los argumentos que la política monetaria ortodoxa esgrimía para defender una vuelta a la convertibilidad de la moneda se encontraba la necesidad de mantener un nivel de emisión contenido que asegurara la estabilidad de los precios, por lo que no se planteaba por lo general la

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

posibilidad de emitir en base a revalúos del oro. Pero el apego al patrón oro no respondía a la idea de que el dinero debía a él su valor, sino a que la emisión debía guardar una relación estricta con las necesidades transaccionales de la economía, por lo cual el metal o la divisa convertible actuarían como anclas en una situación temporaria de desequilibrio.

Por lo tanto, la práctica del BCRA en sus primeros años remite con mayor precisión al debate sobre las características de la oferta de dinero y su relación con el rol de la política monetaria. En el enfoque neo-wickselliano, que gozaba de gran aceptación en las décadas de 1920 y 1930, el dinero se origina de manera endógena en el proceso de producción y su oferta se acomoda a la demanda de créditos. Esto determina una tasa natural de interés para la economía y la inflación y la deflación serían indicadores de una tasa de interés por debajo o por encima del equilibrio, respectivamente. A este equilibrio en el mercado financiero le corresponde, por lo tanto, un equilibrio en el mercado de bienes tal que la economía regresa al pleno empleo por medio del ajuste de precios que corrigen la desviación de la tasa natural. Esta explicación constituye el núcleo de aquello a lo que Prebisch llamó la “política ortodoxa”, de la misma manera en la que se la emplea en este trabajo, aunque también tiene un empleo generalizado la categoría de “Real Bills Doctrine”². En una economía que se conduce al equilibrio a través de esta dinámica, el rol que le cabe al Banco Central es pasivo y se limita a administrar su tasa para llevarla al equilibrio de la tasa natural.

Este enfoque fue sujeto a una profunda revisión en la obra de Keynes, quien planteó un desafío a la ley de Say cuya vigencia teórica puede reconocerse en una economía neutral, pero no en una economía con dinero, donde el dinero introduce la dimensión de la espera y las expectativas. Así, el ingreso esperado determina el nivel de inversión de modo tal que el gasto corriente resulta menor que el ingreso corriente (Kregel, 1980). Esto genera el reconocimiento de que la economía no retoma su sendero estabilidad a través de la libre movilidad de precios, sino que hay trayectorias de desequilibrio que conducen a posibles estados en los que persiste el desempleo. Por lo tanto, en un mundo donde hay dinero y éste permite, en tanto reserva de valor, la separación el gasto y el ingreso, se abre la posibilidad

² Para una discusión más avanzada sobre las diferencias entre la Real Bills Doctrine y el enfoque neo-wickselliano, veáse Pérez Caldentey y Vernengo (2012)

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

de que el Banco Central intervenga de manera a través de la política monetaria para incidir en el nuevo equilibrio de la economía.

En su *Tratado sobre el Dinero*, Keynes (1930) plantea que si bien la tasa de interés de corto plazo tiene un bajo efecto de estímulo a la inversión, la tasa de largo plazo sí es una variable determinante para las decisiones de inversión de las firmas y en la medida en que los movimientos importantes de la tasa de corto plazo se reflejan en los rendimientos de los bonos, es decir, en la tasa de largo plazo se advierte la perspectiva de intervención para el Banco Central. Frente a la crisis, la autoridad monetaria debería incidir sobre la fijación de la tasa de largo plazo para que ésta alcance niveles que fomenten la inversión, con el propósito final de impulsar la demanda agregada. Así el Banco Central tendría como única variable objetivo la tasa de interés de largo plazo y la base monetaria debería acomodarse a esa necesidad, por lo cual admite incluso la posibilidad de una expansión monetaria con un nivel mínimo de tasa de corto plazo.³

En el transcurso de la década de 1930, Keynes corrigió su optimismo del *Tratado*, se volvió más escéptico sobre la efectividad de la política monetaria para incentivar la demanda agregada y en la *Teoría General* asignó una mayor importancia a la formación de expectativas, a través del concepto de retornos futuros incorporados en la eficiencia marginal del capital (Keynes, 1937). Esto quita algo de relevancia a la política monetaria y subraya la importancia de la política fiscal para que el Estado promueva con su propio incremento del gasto el aumento de la demanda, lo cual introduce el posterior desarrollo de Sargent y Wallace (1981) acerca de la dominancia fiscal de la política monetaria, que en su nuevo rol tendría que acomodarse pasivamente a la demanda del Tesoro.

De Keynes a Prebisch

La experiencia del BCRA en sus primeros años tiene varios puntos de contacto con las apreciaciones de Keynes sobre el rol de la política monetaria. Como se ha comentado en

³ Esto constituye un antecedente teórico de los programas de *quantitative easing* que la Reserva Federal ha aplicado luego del estallido de la crisis, como señala Kregel (2012) y revela que la teoría monetaria discutía formas de intervención incluso más audaces que aquellas que se practicaron en la Argentina, que por cierto no resultaron poco reñidas con la ortodoxia económica dominante.

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

la segunda sección de este trabajo, el Banco Central desarrolló una política contracíclica durante las fases de crecimiento y estancamiento a las que se conducía la economía argentina por causa de su posición en el comercio internacional. Mientras hubo ingreso de divisas y crecía el producto (primer auge, de 1935 a mediados de 1937), se esterilizaron las emisiones para contener el crecimiento de la base monetaria y evitar un impacto mayor en la inevitable fase de caída de la balanza de pagos y desaceleración económica que le seguiría a todo momento de auge. Bajo una fase de contracción, como la que siguió desde mediados de 1937, la política monetaria se revertía para impulsar una expansión del crédito.

Existe una discusión acerca de si el objetivo último que Prebisch persiguió con la política contracíclica fue uno solo, o bien si fueron dos. Pérez Caldentey y Vernengo (2011) sostienen esta última hipótesis al encontrar diferencias entre la política monetaria implementada hasta 1939, destinada a suavizar el carácter explosivo del ciclo respecto de la tendencia de las economías mundiales, y la política monetaria posterior al comienzo de la Segunda Guerra Mundial, bajo la cual se consagrará como objetivo el crecimiento económico, es decir la búsqueda de que el Banco Central incida en un determinado nivel de producto.

La diferencia entre ambas posiciones no es menor, porque delimita diferentes ámbitos de evaluación de la política monetaria. En el caso de la política contracíclica destinada a suavizar el ciclo, el objetivo principal es limitar la expansión del crédito en momentos de auge y evitar su contracción en momentos de caída de la actividad. De modo tal que la variable objetivo del Banco Central es la base monetaria y la variable de control es la tasa de interés, que se fijará a los niveles necesarios para expandir o contraer la base monetaria con operaciones de mercado abierto (si se considera que aún el BCRA opera sin auxilio del Tesoro con expansión o contracción fiscal).

En el caso contrario, si el Banco Central se fija un objetivo de tasa para generar efectos en la demanda agregada, entonces la base monetaria es la principal forma de control

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

y la expansión o contracción de los medios de pago estará al servicio de incidir sobre el interés.⁴

Así que si se reduce la cuestión al problema tradicional del trilema de la imposibilidad de administrar conjuntamente la tasa de interés, la base monetaria y el tipo de cambio, a excepción del período en que la crisis de 1938 provoca la necesidad de restablecer el desdoblamiento cambiario y la administración del comercio exterior, predomina en el contexto posterior a la creación del Banco Central una política de libre movilidad de capitales. Esto provoca que la autoridad monetaria elija entre el control de la base monetaria y la tasa de interés, dado un nivel de tipo de cambio (que era considerado un aspecto clave para la estabilización de la balanza de pagos).

En la medida en que sea válida la hipótesis de Pérez Caldentey y Vernengo (2011) sobre un desplazamiento de la búsqueda de suavización de los auges y depresiones con política contracíclica, hacia el propósito de generación de un nivel determinado de producto, se advertirá que los objetivos de base monetaria se intercambian por los objetivos de tasa de interés entre la primera y la segunda fase en los primeros años de intervención del BCRA. El gráfico 3 ilustra de manera elocuente el “despegue” del crecimiento de los agregados monetarios respecto del crecimiento del PBI a partir de 1939. Desde otra perspectiva, Cortés Conde (2014) realiza un señalamiento similar cuando advierte que hasta 1939 la política del BCRA no fue expansiva a pesar de haberse declarado la inconvertibilidad con el oro, pero luego sí lo fue. Salama (1997) realiza una estimación análoga sobre la creación de dinero sin respaldo, aunque encuentra más regularidades que discontinuidades en la política monetaria a lo largo de todo el período.

Para evaluar la política del BCRA en su versión más moderna, de efecto sobre el nivel de producto a través de la tasa de interés, la potencia de sus resultados puede considerarse

⁴ Algunas variaciones recientes de política monetaria han permitido el desacople de estas dos variables, tal como señala Gigliani (2014), aunque esto requirió la implementación de una política de remuneración de encajes excedentes por parte de la FED, lo cual no estaba al alcance del Banco Central en sus primeros años de intervención en que los encajes se encontraban fijados por ley y no eran considerados un instrumento de política.

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

según los canales de transmisión que señala Mishkin (1996). En ese caso, para un tipo de cambio dado, una política de expansión monetaria producirá efectos por medio de:

- El retorno sobre los activos, que tornará viables ciertas decisiones de inversión (cuando la Q de Tobin > 0).
- Las expectativas, que producirán cambios en la formación de los *animals spirits* de la inversión.
- La distribución intertemporal de las decisiones de consumo, dado que un menor nivel de interés será un desincentivo para que los agentes tengan bonos.
- El crédito, que a una menor tasa de interés permitirá el apalancamiento de un gasto que no se realizaba en la situación inicial-

Según esta clasificación, las políticas de expansión monetaria que el BCRA implementó en 1939 habrían tenido la intención de producir efectos sobre el canal de crédito, dado que una menor tasa de interés fomentaba el aumento de las inversiones (Prebisch, 1980), aunque sin explicitar de qué manera las tasas de corto plazo se vinculan con las de largo, que serían las relevantes para la inversión en términos keynesianos. Si bien la vigencia de todos los canales mencionados requeriría de una prueba particular para el período considerado, la perspectiva del principal hacedor de la política monetaria sobre las medidas implementadas refleja una atención más práctica que teórica sobre los tópicos monetarios, un aspecto que ha sido señalado en Sember (2012) al destacar que en el abordaje de los problemas monetarios Prebisch se guió por los objetivos, funciones e instrumentos del banco, antes que por principios teóricos determinados. Es decir que si bien los aspectos más específicos de los mecanismos de transmisión fueron modelados años después de los primeros años de intervención del BCRA, en la política monetaria nacional ya aparecía la noción de que una expansión monetaria debería producir efectos sobre la demanda a través de la inversión. Asimismo, se ha planteado que Prebisch le otorga mayor importancia al canal de formación de expectativas que Keynes, por la atención que pone sobre los problemas del ciclo y la consiguiente generación de un comportamiento muy irregular en la inversión; en cambio, en la *Teoría General* se indica que predominan las regularidades por sobre el comportamiento irracional y que el estado de formación de expectativas no cambia tan rápidamente (Pérez Caldentey y Vernengo, 2012b).

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

En la obra posterior de Prebisch, la efectividad de la política monetaria no se presenta de manera explícita y sus instrumentos pierden relevancia a medida que se despliegan sus tesis más conocidas sobre el ciclo económico, el deterioro de los términos de intercambio y las condiciones para el desarrollo de los países periféricos. Estos desarrollos exceden el marco temporal de este trabajo, pero vale cerrar esta digresión con un comentario de Prebisch sobre el rol la política monetaria bajo el contexto de una estrategia de desarrollo basada en la captación del excedente (aquello que él mismo denominó como la quinta etapa de su pensamiento): “Es aquí que interviene el papel de la autoridad monetaria: para aportar la mayor cantidad de dinero que se necesita para pagar la creciente nómina de sueldos y salarios” (Prebisch, 1987).

Teoría Cuantitativa del Dinero

En vinculación con la cuestión anterior, un debate relevante es si en la política monetaria del BCRA en sus primeros años jugó un peso considerable la teoría cuantitativa del dinero en su forma tradicional, aquella que desarrollara Irving Fisher con eje en la demanda transaccional del dinero y que se resume en la ecuación:

$$P \times T = M \times v$$

Donde el primer término de la ecuación refiere al flujo de gasto y la velocidad de circulación está fija. (Friedman, 1987).

Ciertamente esta teoría era conocida en la Argentina, como destaca Nakhlé (2011) al evocar los estudios de Prebisch sobre Irving Fisher, que fueron recogidos en los tempranos *Planes para estabilizar el poder adquisitivo de la moneda*. Sin embargo, la ejecución de la política monetaria se realizó bajo condiciones tales que implicaron cuestionamientos a ambos términos de la ecuación cuantitativa de Fisher.

A nivel más bien general, se ha señalado que un aspecto que influyó en el pensamiento de Prebisch fue el análisis de John Williams sobre las cuestiones monetarias en la Argentina, que podrían resumirse en que la ecuación cuantitativa mantiene su vigencia, aunque condicionada al resultado de la balanza de pagos como se explica en Kejsfman (2014):

$$P \times Q = M^s \times v$$

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

$$TC = f(M^s, BP(X, M, L))$$

$$M = f(Q)$$

$$X_0 = f(\text{Contexto internacional} - \text{exógeno})$$

De modo tal que “el tipo de cambio no depende de exclusivamente de la emisión, sino también de la Balanza de Pagos” (Kejsefman, 2014:2). Esta consideración le permitiría a Prebisch advertir que “el mero aumento del papel moneda no explica, suficientemente, los ascensos y descensos de la depreciación del signo monetario” (Prebisch, 1921a:57).

En esta concepción, podría aún considerarse que el dinero circula para responder a necesidades de transacciones de la economía, las cuales en última instancia responden a un estado particular de la situación de comercio internacional y flujo de capitales. La dinámica general estaría caracterizada por una sucesión de puntos de equilibrio donde la oferta y demanda monetaria deben igualarse a diferentes niveles de tasa de interés para acomodarse a las condiciones que los shocks externos imponen sobre la economía real. Por lo tanto, la ecuación de Fisher regiría entre cada uno de esos estados de equilibrio y se redefiniría al comienzo de cada acontecimiento relevante del ciclo.

¿Era ésta la concepción del dinero que prevaleció en la política monetaria local durante los primeros años de intervención del BCRA? Por un lado, el supuesto de que la demanda de dinero se deba únicamente a la necesidad de contar con medios de pago puede ser consistente con la primera política monetaria anticíclica, que se orienta a reducir la creación de dinero crédito en la fase de auge y promoverla en la fase de contracción, porque su función sería generar transiciones ordenadas de un estado al otro. Sin embargo, la afirmación de que después de 1937 la política monetaria buscó promover la inversión por medio de una variación en la tasa de interés (Prebisch, 1980) revela una concepción del dinero que incorpora a su necesidad transaccional, la demanda para atesoramiento.

Por otra parte, ya fuera de su función en el BCRA, Prebisch fue muy crítico de la forma en la que se considera el tiempo no sólo en la teoría neoclásica, sino también en la keynesiana, por lo que difícilmente habría aceptado que la velocidad de circulación pudiera mantenerse fija. De hecho, una de sus principales críticas a la *Teoría General* de Keynes

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

fue la consideración de que el multiplicador keynesiano no registra la separación intertemporal de cada una de sus “vueltas”, lo cual sería de gran relevancia para los países en desarrollo, tal como lo reflejaría su versión del “multiplicador del comercio exterior” o “coeficiente de expansión”, que ve limitada su potencia por la velocidad de circulación del dinero (Pérez Caldentey y Vernengo, 2012).

De las consideraciones mencionadas surge que la formulación de políticas monetarias incorporó, al menos desde 1939, una teoría del dinero que incluye en su función de demanda no sólo a la dinámica de la producción que se determina por la situación del comercio exterior, sino también a la variabilidad en la velocidad de circulación, que estaría regulada principalmente por el retorno de los otros activos, es decir, la tasa de interés. Esta idea podría formalizarse a la manera en que lo hace la escuela de Cambridge (Handa, 2008):

$$M^d = \frac{1}{v} \times (P \times Y)$$

Donde $P \times Y$ representa a la demanda de ingreso y debe considerarse como función del consumo, el gasto público, la inversión y la balanza de pagos.

La oferta de dinero incorpora la ecuación del multiplicador de la base monetaria, tal que:

$$M^s = BM \times \left(\frac{1+Cp}{Cb+e} \right)$$

Con:

C_p : parámetro del circulante en poder del público

C : parámetro del circulante en los bancos

e : tasa de encajes

De esta manera, la condición de equilibrio del mercado de dinero es:

$$M^s = M^d$$

$$\left(\frac{1}{v} \right) \times (P \times Y) = BM \times \frac{1 + Cp}{Cb + e}$$

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

Ante esta definición del mercado, debe considerarse que el BCRA operaba en sus primeros años de acuerdo a una disposición de encajes fijos y aunque en la sección tercera de este trabajo se ha remarcado que la regulación extra legal tuvo cierta influencia sobre los niveles de efectivo de los bancos, los encajes no pueden considerarse como un instrumento usual de la política monetaria de aquellos años. Por lo tanto, considerando el trilema de imposibilidad al que se ha aludido previamente, entre 1935 y 1939 la política monetaria consideró la posibilidad de regular la base monetaria a través de la emisión y luego asignó mayor importancia a la influencia sobre la tasa de interés de largo plazo, para incidir en la velocidad de circulación del dinero y eventualmente en la proporción de dinero circulante. Esta última posición coincide con el optimismo del Keynes “monetarista”, que otorgaba a la política monetaria un rol preponderante en la expansión del producto.

Por último, puede hacerse un señalamiento en relación con la discusión en la teoría monetaria sobre el sentido de creación del dinero, un debate que se recoge en la literatura económica bajo la distinción entre oferta exógena (Hume, Friedman, Woodford, entre sus exponentes más conocidos), y oferta endógena de dinero (Marx, Goodhart, Lavoie)- La distinción sustancial es el sentido de la ecuación cuantitativa. Con oferta exógena los bancos deben tener depósitos para emitir préstamos y el Banco Central puede controlar la cantidad de dinero de la economía a través de la base monetaria. Con oferta endógena, la demanda de dinero se genera en la producción, los Bancos responden a esa demanda y el Banco Central acomoda en última instancia la base monetaria para evitar rispideces, por lo que pierde el control de la cantidad de dinero y regula la tasa de interés de la economía.

La política monetaria “ortodoxa”, como se ha señalado, tiene antecedentes en el proceso de acumulación wickselliano y encuentra una causalidad endógena en la creación de dinero. Ésta es la visión que despunta en las recomendaciones iniciales de política para un Banco Central cuyo objetivo debía ser generar condiciones de estabilidad nominal, con el fin último de retornar al patrón oro y acomodar la emisión pasivamente a la tasa de interés más próxima posible a la tasa natural. En la actualidad, quienes sostienen las hipótesis sobre oferta endógena no señalan la existencia de la tasa natural de interés, sino que (en el caso extremo) asumen que la tasa de interés es exógena y la autoridad puede fijarla en el nivel deseado que acabe por equilibrar la demanda agregada con la oferta

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

agregada vertical “a la Kalecki”. Sin embargo, si ceñimos el punto en cuestión a la causalidad de la creación y no a la posibilidades de fijación de la tasa, resalta como un mérito de la gestión del BCRA en sus primeros años la capacidad para desembarazarse de esa teoría, que podría haber limitado al Banco Central a una política pasiva.

De esta manera, cuando Prebisch impulsa la implementación de una política monetaria expansiva, admite implícitamente el supuesto de exogeneidad en la creación monetaria. Pero tampoco podría decirse que el BCRA incorpora la idea de exogeneidad de manera rígida. Cuando hacia 1942 se advierte que la expansión monetaria había llegado al techo de sus posibilidades para expandir el producto (Prebisch, 1980), se redefinen los objetivos de política y se prioriza nuevamente un control de la Base Monetaria, para impedir los efectos peligrosos que entrañaría una sobre-expansión del crédito. Por lo tanto, a la pregunta de si Prebisch fue “exogeneísta” o “endogeneísta” a lo largo de su etapa de funcionario en el BCRA, se puede responder que lo que predominó fue una visión práctica sobre el rol de la política monetaria frente al comportamiento cíclico de la economía argentina. Cuando el auge y la contracción se lo requirieron, se controló la base monetaria, ya sea para atenuar el ciclo o para acomodarse a la política fiscal. Cuando sobrevino la fase depresiva del ciclo y no hubo política fiscal a la cual acomodarse, se controló la tasa de interés.

Eventualmente, a fines de siglo XX las posiciones más rígidas en el campo de la exogeneidad y la endogeneidad se relajaron con la admisión de supuestos de pérdida de control de la base por la autoridad monetaria, en el caso tradicionalmente exógeno (Woodford, 2003) y de la existencia de limitantes a la fijación exógena de la tasa de interés (Palley, 1996). Desde la práctica de la política monetaria y atendiendo a la preocupación central sobre el problema del ciclo, Prebisch demostró esa misma plasticidad para adoptar una u otra teoría.

5.- Conclusiones

En el contexto de la creación del BCRA era muy difundida la teoría monetaria clásica, a la que Prebisch se refería como “ortodoxa” y que consideraba que la mejor política de respuesta a la crisis era sostener el valor de la moneda y equilibrar las cuentas públicas para el pago de la deuda externa. Ése fue el espíritu del proyecto de Ley impulsado por Otto Niemeyer, con una política monetaria reducida básicamente a la emisión monetaria limitada y escasas facultades regulatorias. El proyecto que finalmente se aprobó daba cuenta de las necesidades más amplias de la política monetaria y la regulación del sector financiero y permitía desplegar políticas que excedían la búsqueda de estabilidad para incidir en la intervención sobre las fases del ciclo económico. Esta “Banca Central Heterodoxa” incluso se planteó objetivos más ambiciosos a partir de 1939, al dirigir sus acciones hacia el crecimiento del producto por medio de una política monetaria expansiva.

Este ámbito heterodoxo para la política monetaria resuena en el *Tratado sobre el dinero* de Keynes, que pocos años antes de la creación del BCRA asignaba a la expansión monetaria un rol clave para revertir los efectos de la Gran Depresión. A pesar de las múltiples diferencias entre Prebisch y Keynes, sustentadas en la crítica posición que el economista argentino sostenía frente a la *Teoría General*, sus pensamientos sobre política monetaria evolucionaron de manera similar en los siguientes años, cuando relativizaron su peso frente a la importancia de la política fiscal o de la inversión.

La intervención del BCRA destinada a esterilizar la emisión monetaria o convalidar el aumento en la expansión de la base monetaria después de 1935 es compatible con la teoría cuantitativa del dinero en su versión transaccional, por cuanto el dinero se concibe fundamentalmente como medio de pago y no cumple un rol activo su demanda especulativa. En esta variante, el dinero es fundamentalmente endógeno y su creación obedece a la demanda de la economía, que a su vez depende de la demanda externa. Sin embargo, poco tiempo después la coyuntura económica alteraría esta percepción y el BCRA pasó a implementar políticas que tuvieron como meta la promoción del crecimiento

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

económico, por lo cual convalidó una expansión monetaria con el objetivo de controlar la tasa de interés de largo plazo para impactar sobre la inversión y el producto.

La parábola que describió la institucionalidad monetaria argentina después de la Gran Depresión marcó el paso de un proyecto inicial de Banco Central ortodoxo con objetivos de estabilidad nominal a uno heterodoxo con objetivos de crecimiento del producto. Las políticas implementadas entre 1935 y 1943 se resisten a ser encuadradas bajo enfoques teóricos rígidos sobre tópicos monetarios. La notable trayectoria del BCRA en sus primeros años es el resultado de la combinación entre las necesidades de la coyuntura y la visión en la arena práctica de la política económica, que gracias a su despojo doctrinario tuvo la capacidad de inaugurar el camino que las teorías monetarias modernas marcaban en la discusión con la teoría clásica.

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

6.- Bibliografía

Arnaudo, A. (1987); Cincuenta años de política financiera argentina (1935 – 1985); Ed. El Ateneo; Buenos Aires

Banco Central de la República Argentina (1936); Memoria Anual Primer Ejercicio 1935; Buenos Aires

Banco Central de la República Argentina (1942); Memoria Anual Séptimo Ejercicio 1941; Buenos Aires

Banco Central de la República Argentina (1944); Memoria Anual Noveno Ejercicio 1943; Buenos Aires

Cortés Conde, R. (2014); De la Caja de Conversión al Banco Central; publicado en Historia de las instituciones monetarias argentinas; Buenos Aires, Asociación Argentina de Economía Política

Friedman, M. (1987); “Quantitive Theory of Money”, en Money: The New Palgrave; WW Norton & Company; Nueva York.

Gigliani, G. (2008); El valor del dinero; publicado en Revista Realidad Económica, febrero/marzo de 2008, n° 234; Buenos Aires.

Gigliani, G. (2014); La reforma dela Reserva Federal de 2008: la oferta de dinero ¿es endógena o exógena?; en Ensayos Económicos, vol N° 71; Buenos Aires; BCRA

Handa, J. (2008); Monetary Economics; Oxon; Routledge ed.

Mishkin, F. (1996). “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy”. NBER Working Paper N°5464

Kefsejman, I. (2014); Prebisch y la problemática del desarrollo de América Latina (1914-1949): De la inserción internacional agroexportadora a la política industrialista; en Revista e-l@tina; Vol 12, N° 47; Buenos Aires

Keynes, J. (1931); A Treatise on Money, New York: Harcourt, Brace and company.

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

Keynes, J. (1937); *Teoría General del Empleo, el interés y el dinero*. México D:F., Fondo de Cultura Económica, (1951)

Kregel, J. (2012); ¿Fue la política monetaria de Keynes en el Tratado sobre el Dinero la precursora de la política de tasas de interés cero y del quantitative easing?; Buenos Aires; Revista Ensayos Económicos N° 65/66; BCRA

Kregel, J. (1980); Mercado e instituciones como aspectos de un sistema de producción capitalista, *Journal of Post-Keynesian Economics* v.3, n° 1.

Olivos M., Sunkel O. y Pérez Caldentey E. (2000); Raúl Prebisch (1901-1986). Un recorrido por las etapas de su pensamiento sobre el desarrollo económico; CEPAL

Ortiz Batalla, J. (2014); *La Reforma del Banco Central de Argentina de 2012 desde un punto de vista histórico*; publicado en *Historia de las instituciones monetarias argentinas*; Buenos Aires, Asociación Argentina de Economía Política.

Ortiz Batalla, J. (1998); *Los Bancos Centrales en América Latina. Sus antecedentes históricos*; Buenos Aires, Editorial Sudamericana.

Palley, T. (1996); Accommodationism versus structuralism: time for an accommodation, en *Journal of Post-Keynesian Economics*; Vol 18, N° 4; Summer;

Pérez Caldentey E. y Vernengo M. (2012a); *Heterodox Central Bankers: Eccles, Prebisch and financial reform*, The IDEAs Working Paper Series.

Pérez Caldentey E. y Vernengo M. (2012b); ¿Una pareja dispareja? Prebich, Keynes y la dinámica capitalista; en *Estudios críticos de desarrollo económico*; Vol II N° 3; Buenos Aires

Pérez Caldentey E. y Vernengo M. (2011); *Portrait of the Economist as a Young Man: Raúl Prebisch's evolving views on the business cycle and money, 1919 - 1949*; Working Paper No: 2011-13; University of Utah.

El BCRA en sus primeros años. De la práctica a la teoría.

Prebisch, R. (1921) “Comentarios sobre el trabajo de Juan B. Justo: Estudios sobre la moneda” reproducido en Prebisch, R. (1993) Obras 1919-1949, tomo I, Fundación Raúl Prebisch, Buenos Aires.

Prebisch, R. (1987); Cinco etapas de mi pensamiento sobre el desarrollo; en Revista Comercio Exterior; Vol 37, N°5; México DF.

Prebisch, R. (1980); La experiencia del Banco Central Argentino en sus primeros ocho años; publicado en El Banco Central de la República Argentina en su 50 aniversario, 1935 – 1980; Buenos Aires; BCRA.

Nakhlé, G. (2011); en Revista Ensayos económicos; N° 61/62; Enero/Junio de 2011; Buenos Aires; BCRA

Sargent T. y Wallace N. (1981); Some unpleasant monetarist arithmetic; Federal Reserve Bank of Minneapolis; Quarterly Review, issue Fall.

Salama, E. (1997); Política monetaria e independencia del Banco Central de la República Argentina en su primera década; en Revista Económica; Vol XI III N° 1/2; La Plata.

Sember F. (2012); El papel de Raúl Prebisch en la creación del Banco Central de la República Argentina; en Estudios críticos del desarrollo; Vol II N°3; Buenos Aires.

The Maddison-Project, <http://www.ggdg.net/maddison/maddison-project/home.htm>, 2013 version.

Woodford, M. (2003); Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy; Princeton University Press