

Revista de la CEPAL

Secretario Ejecutivo
Gert Rosenthal

*Secretario Ejecutivo Adjunto de
Desarrollo Económico y Social*
Andrés Bianchi

*Secretario Ejecutivo Adjunto de
Cooperación y Servicios de Apoyo*
Robert T. Brown

Director de la Revista
Anibal Pinto

Secretario Técnico
Eugenio Lahera



NACIONES UNIDAS
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE
SANTIAGO DE CHILE, ABRIL 1988

SUMARIO

Una política económica para el desarrollo. <i>Norberto González.</i>	7
Balance y renovación en el paradigma estructuralista del desarrollo latinoamericano. <i>Oswaldo Rosales.</i>	19
Esbozo de un planteamiento neoestructuralista. <i>Ricardo Ffrench-Davis</i>	37
Neoliberalismo versus neoestructuralismo en América Latina. <i>Sergio Bitar.</i>	45
Los desafíos de América Latina en el mundo de hoy. <i>Guillermo Maldonado.</i>	65
La comercialización internacional de productos básicos y América Latina. <i>Mikio Kuwayama.</i>	81
Empleo urbano: investigación y políticas en América Latina. <i>Víctor E. Tokman.</i>	119
La pequeña y mediana industria en el desarrollo de América Latina. <i>Mario Castillo</i> <i>y Claudio Cortellese.</i>	139
Las ideas de Prebisch sobre la economía mundial. <i>Armando Di Filippo.</i>	165
Prebisch pensador clásico y heterodoxo. <i>Benjamín Hopenhayn.</i>	177
Raúl Prebisch, banquero central. <i>Felipe Pazos</i>	189
Dependencia, interdependencia y desarrollo. <i>Raúl Prebisch.</i>	205

Raúl Prebisch, banquero central*

*Felipe Pazos***

Este artículo se refiere a un período poco examinado de la vida de Raúl Prebisch: su papel como Presidente del Banco Central de Argentina. Para ello, en primer lugar, se entregan antecedentes sobre la política económica nacional, la creación del Banco Central y las tareas que le competían durante este período.

En particular se analizan el saneamiento y la descongestión del sistema bancario, la Ley de Bancos y la inspección bancaria, la formación de ese mercado de títulos, las operaciones de mercado abierto y de redescuento y la política cambiaria. Se estudian los efectos de este conjunto de políticas en las fases ascendente y descendente del ciclo 1935-1939 y también su relación con las nuevas condiciones creadas por la segunda guerra mundial.

Por último, se examina qué enseñanzas para la situación actual pueden obtenerse de la gestión monetaria analizada.

*Trabajo preparado para el libro de homenaje a la memoria de Alfredo Machado Gómez.

**Asesor del Banco Central de Venezuela.

Introducción

La carrera internacional de Raúl Prebisch es ampliamente conocida por todos los economistas, dentro y fuera de la América Latina, y por muchos latinoamericanos ajenos a nuestra profesión; pero su carrera nacional es casi ignorada, aun por economistas de habla española especializados en teoría y política monetaria. Sin embargo, la fase nacional de su vida fue tan extraordinaria y fructífera como su carrera posterior en las Naciones Unidas. Recordemos que en 1948, cuando fue nombrado Consultor de la Comisión Económica para América Latina, Raúl Prebisch tenía 47 años de edad y había desarrollado ya una brillante labor en los años 1930 a 1943, primero como Subsecretario de Hacienda y después como Gerente General del Banco Central de la República Argentina. De 1944 a 1948, Prebisch trabajó como consultor profesional, asesorando a diversos gobiernos y organismos oficiales, entre ellos al Banco de México. En éste sostuvo, en 1945, sus Conversaciones sobre Banca Central, publicadas varios años después, conjuntamente con las memorias de 1935-1943, por el Banco Central de la República Argentina, en dos volúmenes que deberían ser lectura obligada para todos los estudiosos de política monetaria¹. También durante su período de consultor, Prebisch fue contratado en 1947 por el Banco Central de Venezuela, al que presentó un informe que fue publicado posteriormente en la *Revista de Hacienda de Venezuela*². En su informe, Raúl Prebisch ponía gran énfasis en regularizar el crecimiento económico de Venezuela, para lo cual recomendaba la creación de un fondo anticíclico de Bs. 100 millones, equivalentes en aquel momento a alrededor de 8.0% de los ingresos fiscales, constituido por aportes del Tesoro pero administrado por el Banco Central.

En 1949, Prebisch entró a trabajar como asesor de la Comisión Económica para América Latina, donde inició su carrera internacional escribiendo su famoso informe sobre el deterioro de los términos de intercambio. Después fue Secre-

¹Banco Central de la República Argentina (1972): *La creación del Banco Central y la experiencia monetaria argentina entre los años 1935-1973*, Buenos Aires.

²Raúl Prebisch (1948): Dictamen acerca de los anteproyectos sobre Banco Central y Bancos. *Revista de Hacienda*, Caracas, septiembre.

tario Ejecutivo de la propia Comisión, de UNCTAD y de ILPES, y asesor del Secretario General de las Naciones Unidas. Pero en este trabajo, examinaré sólo su gestión como banquero central.

1. *Relación personal*

Oí por primera vez el nombre de Raúl Prebisch, en abril o mayo de 1945, de labios de Roberto Triffin, que se refirió a él como a uno de los mejores economistas que había conocido. Como Roberto Triffin conocía a todos los grandes economistas de la época, pensé que exageraba, pero comprendí después que no era así. En todo caso, haber oído el nombre de Prebisch por primera vez 11 años después de empezar a estudiar economía, y 5 años después de haber escrito un libro sobre problemas monetarios, muestra la falta de comunicación entre los economistas latinoamericanos existente en esa época y, desde luego, no habla demasiado bien de mi cultura. Sin embargo, debo decir en defensa propia que yo sabía que el Banco Central de la República Argentina había aplicado alrededor de 1940 innovadoras políticas anticíclicas, repetidamente elogiadas por la Liga de las Naciones en sus Anuarios sobre Moneda y Banca. Estaba enterado de las sobresalientes políticas monetarias de la Argentina, pero no conocía el nombre de la persona que las había ideado y puesto en práctica, y que había explicado su propósito y significado en la prosa tersa y clara de las memorias anuales del Banco Central de la República Argentina.

Año y medio después conocí a Prebisch en México, en la Primera Conferencia de Técnicos de Banca Central del Continente Americano, celebrada en setiembre de 1946, e inicié una amistad que se mantuvo durante muy cerca de cuarenta años, y que cesó sólo con su muerte en agosto de 1986. Como he dicho repetidamente, sentí por él una admiración tan grande como la que puede sentir un hombre por otro.

2. *Eficacia de la política económica argentina en 1930-1943*

De 1930 a 1935, Raúl Prebisch fue Subsecretario de Hacienda y principal asesor económico del Gobierno argentino; y de 1935, año en que se creó el Banco Central, a 1943 fue su Gerente General, su principal economista, y la persona que formulaba y decidía su política. De 1930 a

1943, la política económica de la Argentina estuvo, en gran medida, bajo su responsabilidad; y es a él a quien hay que atribuir su éxito. Argentina fue uno de los países más severamente afectados por la Gran Depresión. Como muestra el cuadro 1, los ingresos de exportación y las entradas de capital cayeron tan abruptamente, que en 1933 las importaciones habían bajado, en términos reales, a 42% de su nivel de 1929; sin embargo, la política económica aplicada en el país redujo la contracción del producto interno bruto real a sólo 86% del nivel máximo alcanzado en 1929. En 1939, el producto interno real era 15% superior al de diez años antes. La política económica en la Argentina fue, por consiguiente, mucho más eficaz que en los Estados Unidos, donde el ingreso real había sufrido una contracción de 31% en 1933 y sólo se había recuperado en 1939, cuando su nivel real era apenas 1.3% más alto que antes de la depresión.

Cuadro 1
ARGENTINA: EVOLUCION DE LA ECONOMIA
1929-1943
(1929 = 100)

	1933	1935	1939	1943
Exportaciones	51.7	72.4	72.6	101.3
Importaciones	42.2	60.4	74.0	47.2
Producción industrial	101.9	116.9	153.8	176.4
PIB en términos reales	85.6	88.7	114.7	153.6
Costo de la vida	78.6	82.1	92.9	103.6
Precios al por mayor	89.6	100.4	112.5	201.2

Fuente: Carlos F. Díaz-Alejandro (1970): *Essays on the Economic History of the Argentine Republic*, Yale University Press.

Entre 1932 y 1939, la industria manufacturera de la Argentina creció a un promedio de 7.1% anual o, haciendo cálculos a partir del nivel máximo alcanzado en 1929, a una tasa anual de 4.4%, muy superior al 2.5% registrado en 1944-1955, años que generalmente se consideran como los del gran impulso industrial en la historia moderna del país. Para completar esta breve reseña de la economía argentina durante la Gran Depresión debe recordarse que en 1939 los precios al por mayor eran sólo 12.5% más altos que en 1929 y que el índice del costo de la vida estaba prácticamente al mismo nivel.

3. Creación del Banco Central

Durante la gestión de Raúl Prebisch como Subsecretario de Hacienda, una de sus actividades principales fue trabajar en la preparación de un proyecto de ley de Banco Central, institución que no existía en Argentina. Había, sí, dos entidades que realizaban entre ambas, en forma imperfecta, sus funciones: la Caja de Conversión, que emitía moneda nacional a cambio de divisas, y que excepcionalmente era autorizada a comprar valores del Estado; y el Banco de la Nación Argentina, que era el depositario y agente fiscal del Gobierno, y que excepcionalmente hacía préstamos a los otros bancos. Además, a comienzos de la Gran Depresión se estableció la Oficina de Control de Cambios, también con funciones estrechamente relacionadas con la banca central. Sin embargo, había consenso en que el sistema funcionaba mal y, a pesar del temor de que la creación de un Banco Central provocase inflación, se comprendía la necesidad de establecerlo.

En 1932, Raúl Prebisch fue el miembro más activo de una comisión organizada para preparar el proyecto de ley de Banco Central. Al parecer, la comisión no llegó a completar su trabajo, porque un nuevo Ministro de Hacienda decidió encomendar la tarea a un técnico extranjero. Pidió al Banco de Inglaterra los servicios de Sir Otto Niemeyer, quien redactó un proyecto de ley que fue enviado al Congreso, aunque modificado y suplementado por técnicos argentinos, especialmente por Raúl Prebisch quien, al aprobarse la ley, sería nombrado primer Gerente General de la institución. Yo tengo la convicción de que las disposiciones de la ley que dieron al Banco su extraordinaria eficacia, así como las instituciones auxiliares que contribuyeron a su éxito, fueron obra de éste.

En las Conversaciones sostenidas en el Banco de México en 1944 sobre la experiencia monetaria argentina, que, como dije antes, debieran ser lectura obligatoria en todas nuestras cátedras de moneda y banca, Raúl Prebisch tuvo el buen gusto de no atribuirse explícitamente las modificaciones al proyecto Niemeyer, pero lo hizo implícitamente al narrar el proceso, en palabras que merecen citarse literalmente, tanto por la luz que arrojan sobre la paternidad de la legislación, como por mostrar la extraordinaria previsión con que ésta fue preparada. Dice así Prebisch:

“El Ministro de Hacienda Hueyo, que había formado parte de la Comisión que proyectó el Banco Central bajo el Ministerio de Uriburu, abandona la idea de la revaluación del oro y se limita a proyectar una Ley de Bancos y algunas reformas de la ley de Redescuentos, destinadas a facilitar fondos a los bancos con inmobilizaciones. Al mismo tiempo solicita el asesoramiento de Sir Otto Niemeyer, del Banco de Inglaterra, quien a comienzos de 1933 elabora un proyecto de Banco Central y otro de Ley de Bancos. En 1934 llega al Ministerio el doctor Pinedo y emprende la reforma del régimen de moneda y bancos. Los proyectos que envía al Congreso se ajustan a los de Sir Otto Niemeyer en su estructura y disposiciones técnicas; hay, sin embargo, diferencias fundamentales de concepción de la política bancaria, tanto en lo que concierne a la situación bancaria presente, como al desarrollo futuro de esa política. Veamos en qué consisten estas diferencias:

“En cuanto a la situación bancaria, los proyectos de Niemeyer no preconizan medida alguna de saneamiento; en cambio, los nuevos proyectos crean con este objetivo el Instituto Movilizador con fondos de la revaluación del oro, según se ha visto. Se consideraba esencial el saneamiento bancario para que el Banco Central principiara a funcionar sin tropiezos ni desviaciones. En cuanto a la deuda flotante, mientras los nuevos proyectos acuden también a la revaluación para pagarla, el proyecto de Niemeyer propone, por el contrario, utilizar 130 millones de fondos del Tesoro para amortizarla y una parte de los beneficios del Banco Central.

“En cuanto a la política del Banco Central las diferencias fundamentales son las siguientes:

“Primero: Los nuevos proyectos crean la Inspección de Bancos como dependencia del Banco Central, con amplias facultades de examen de la situación de los establecimientos de crédito. En cambio, en los proyectos de Niemeyer, solamente se exige a los bancos la presentación de balances al mismo Banco.

“Segundo: En los nuevos proyectos se da al Banco Central un instrumento de absorción de fondos sobrantes en el mercado a fin de actuar en el proceso cíclico. En los proyectos de Niemeyer no se hace referencia alguna a un instrumento de esta naturaleza.

“Tercero: Mientras en los proyectos de Nie-

meyer el Banco Central podía tener divisas sin limitación alguna, en los nuevos proyectos del Gobierno solamente puede tener en divisas un 20 por ciento del total de oro y divisas, y el resto debía estar completamente en metálico; y de este 20 por ciento en divisas solamente la mitad podía computarse en el cálculo de la reserva legal del Banco Central.

"Cuarto: En los proyectos de Niemeyer se dispone la elevación de la tasa de redescuento del Banco Central cuando la proporción de la reserva monetaria con respecto a los billetes sea inferior al 33 por ciento. En los nuevos proyectos del Gobierno se suprime esta medida restrictiva que sin duda habría tenido serias repercusiones sobre la situación económica general en caso de aplicarse en una fase de descenso cíclico y exportaciones de oro.

"Quinto: Mientras los nuevos proyectos del Gobierno, teniendo en cuenta la índole de las carteras bancarias y las modalidades de nuestros bancos, admiten el redescuento de papel de una sola firma, más la firma del banco que redescuenta, el proyecto de Niemeyer exige dos firmas independientemente de la bancaria y elimina el papel industrial del redescuento.

"Del cotejo que acaba de realizarse se desprende claramente que nuestra Ley de Banco Central ha hecho el esfuerzo de adaptar al medio argentino el proyecto de Niemeyer, modificándolo en tal forma que se ajuste a la realidad de nuestro país³.

Como se ve, fueron obra de Prebisch el Instituto Movilizador, el servicio de Inspección Bancaria adscrito al Banco Central, y la autorización para vender y recomprar los Bonos Consolidados del Tesoro, es decir, las creaciones originales de la Ley y los instrumentos con los que el Banco Central realizó su extraordinaria labor durante sus primeros ocho años.

4. Situación económica al crearse el Banco Central y tareas a las que tenía que hacer frente

En 1935, al iniciar sus operaciones al Banco Central, la Argentina, gracias a la política de industrialización seguida por el Gobierno y gracias también a la recuperación parcial del mercado

externo, había superado en gran medida la crisis de 1929-1930. En dicho año, los ingresos y egresos corrientes del Gobierno ya se habían equilibrado, debido a la reducción del gasto público, a la reforma tributaria y a las mayores recaudaciones resultantes de la expansión del producto nacional. Igualmente, la balanza de pagos había recobrado su equilibrio, y el sistema cambiario se había estabilizado, al operar con un sistema de cambio dual en que el tipo libre fluctuaba alrededor de una cotización que sobrepasaba solamente por un estrecho margen el tipo de cambio oficial.

Todos los avances descritos, logrados antes de crearse el Banco Central, habían sido realizados en gran parte gracias a la gestión de quien habría de ser después su primer Gerente General. Como Subsecretario de Hacienda y principal consejero económico del Gobierno, Raúl Prebisch había sido el factor decisivo en la adopción de una política moderada de protección arancelaria, que había promovido la creación de nuevas industrias; había reducido el gasto público; había establecido el impuesto sobre la renta; y había organizado el sistema de cambio dual, en que el tipo libre subía en grado suficiente para desalentar la salida de capital, pero sin llegar a un nivel que provocase distorsiones económicas.

A pesar de los éxitos logrados, una parte considerable de la cartera de los bancos permanecía congelada. Tampoco se había desarrollado un mercado para valores públicos, ni de corto ni de largo plazo, lo que era necesario para canalizar una parte del ahorro hacia las inversiones públicas, así como para hacer posible la realización de operaciones de mercado abierto, a fin de absorber los excesos de liquidez en períodos de auge, y reinyectarlos a la economía en períodos de contracción. La congelación de las carteras bancarias había sido causada por la política de crédito excesivamente liberal seguida por los bancos en el período que precedió a la crisis; por la caída de los precios de los productos agrícolas de exportación y de los ingresos de los agricultores; y por la saturación de papeles del Gobierno. Por su parte, la inexistencia de un mercado para valores públicos era, en parte, consecuencia natural de la etapa de desarrollo económico del país, pero mucho más del desequilibrio en que habían estado las finanzas públicas hasta un año o dos antes, puesto que la Argentina ya generaba

³Banco Central de la República Argentina, *op. cit.* p. 267.

un volumen de ahorro suficiente para hacer posible encauzar una parte del mismo hacia la compra de títulos emitidos por el sector público.

Por el hecho mismo de su creación, el nuevo instituto unificó las funciones de banca central antes dispersas entre la Caja de Conversión, el Banco de la Nación Argentina y la Oficina de Control de Cambios, haciendo posible la realización más eficiente de las operaciones de Banco Central. Asimismo, a más del cumplimiento de sus funciones normales, la nueva institución tenía ante sí las siguientes tareas: a) sanear el sistema bancario; b) crear un mercado de valores públicos; y c) utilizar este mercado, conjuntamente con el sistema cambiario, para aplicar una política anticíclica que preparase el país para el descenso en los ingresos externos que debía esperarse dentro de los dos o tres años siguientes. Como se explica a continuación, el Banco Central cumplió estas tareas a cabalidad, en forma extremadamente eficiente.

5. Saneamiento y descongelación del sistema bancario

El saneamiento y descongelación del sistema bancario fue realizado mediante la revaluación de las reservas oro, cuando éstas fueron transferidas de la Caja de Conversión al Banco Central, y la asignación de las utilidades resultantes a la creación de una nueva entidad, el Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias, que compró a los bancos los valores públicos y los créditos privados en mora que tenían en cartera. El Instituto Movilizador fue, por consiguiente, creado en forma enteramente heterodoxa, que tenía un enorme potencial inflacionario; pero en vez de provocar una rápida espiral de precios y salarios, tuvo efectos altamente positivos, ya que descongeló la cartera de los bancos, hizo posible la creación de un mercado de valores públicos y capacitó al Banco Central para realizar operaciones de mercado abierto.

Las reservas oro de la Caja de Conversión estaban contabilizadas a su valor del decenio de 1920, antes de la devaluación de la libra y del dólar, y antes de la depreciación del peso argentino con relación a estas monedas; y, por ese motivo, la revaluación del oro casi duplicó su valor y produjo una utilidad contable de m\$*n* 701.1 millones, equivalente a una vez y media el valor del encaje mantenido por los bancos antes de la des-

congelación, que era de m\$*n* 485.3 millones. La utilización de esa suma para comprar activos congelados duplicaba con creces los encajes y hacía posible una expansión explosiva del crédito bancario; pero no provocó tal efecto porque el Banco Central reabsorbió una tercera parte del incremento de encajes mediante la venta de títulos, y persuadió a los bancos a no expandir sus préstamos. La eficacia del poder persuasivo del Banco Central fue reforzada por el hecho de que, como muestra el cuadro 2, los encajes habían caído a niveles sumamente bajos y que, a pesar de su enorme aumento, subieron a niveles sólo moderadamente más altos que los que habían tenido en el trienio 1926-1928. Además, las angustias de los años de congelación habían hecho mucho más cautelosa la actitud de los bancos.

De diciembre de 1934 a diciembre de 1935, el encaje mantenido por los bancos aumentó de 14.0% a 24.7% de sus depósitos; pero los préstamos subieron apenas en 1.7%, los medios de pago en circulación aumentaron en menos de 10.0% y el costo de la vida en sólo 4.5% (cuadro 3). Los precios al por mayor bajaron en 1.0%, y la cotización de la libra esterlina en el mercado libre bajó de 19.48 a 18.09. La explosión financiera que podría haberse temido, no se produjo. ¡Al crear el Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias, Raúl Prebisch jugó con dinamita, pero supo evitar que ésta explotara!

Cuadro 2
ARGENTINA: DEPOSITOS Y ENCAJES BANCARIOS,
1926-1935
(Saldo de fin de año en millones de m\$*n*)

	Depósitos	Efectivo	Encaje (%)
1926	3 347	618	18.5
1927	3 477	635	18.3
1928	3 836	909	23.7
1929	3 986	705	17.7
1930	3 913	528	13.5
1931	3 731	484	13.0
1932	3 536	596	16.9
1933	3 514	609	17.3
1934	3 465	485	14.0
1935	3 357	827	24.7

Fuente: Banco Central de la República Argentina, *Memoria anual*, 1935.

Cuadro 3
ARGENTINA: CIFRAS COMPARATIVAS, 1934-1935

	Diciembre 1934	Diciembre 1935	Diferencia %
Efectivo	485	827	70.5
Depósitos	3 465	3 357	-3.1
Encaje	14.0	24.7	76.4
Préstamos	2 821 ^a	2 870	1.7
Medios de pago	2 010	2 190	9.0
Costo de la vida	100.0	104.5	4.5
Precios al por mayor	100.0	99.0	-1.0
Libra esterlina	19.48	18.09	-7.1

Fuente: Banco Central de la República Argentina, *Memoria anual, 1935* y *Suplemento estadístico*, agosto 1937.

^aPréstamos totales menos préstamos que fueron absorbidos por el Instituto Movilizador en mayo de 1935.

6. Ley de bancos e inspección bancaria

Conjuntamente con las leyes por las que se crearon el Banco Central y el Instituto Movilizador, el Congreso promulgó una Ley General de Bancos que prohibía a los bancos de depósito prestar a largo plazo y poseer bienes raíces o acciones de empresas, operaciones que hasta entonces habían podido hacer y que eran en parte causa de la congelación de sus carteras; y para hacer cumplir estas normas y vigilar el desenvolvimiento de las operaciones bancarias, la Ley del Banco Central dispuso que éste organizase un departamento de inspección.

La Ley General de Bancos fue una ley ortodoxa, que se ajustó a las disposiciones normales en la legislación sobre la materia; y la organización de un sistema de inspección bancaria fue, también, una medida ortodoxa, pero no así su adscripción al Banco Central, que era una práctica enteramente excepcional en aquella época. En los países en los que entonces existía inspección bancaria, ésta era una función ejercida por una entidad autónoma, adscrita generalmente al Ministerio de Hacienda; pero Raúl Prebisch comprendió que la supervisión sería mucho más eficaz si estaba respaldada por la presión económica del prestamista de última instancia, y tuvo en cuenta, además, que los inspectores podrían per-

cibir sueldos más altos, y gozar de mayor estabilidad, si eran funcionarios del Banco Central. Este criterio, excepcional en 1935, ha ido generalizándose con el tiempo, al punto que en la actualidad 14 de 22 países de América Latina tienen la Superintendencia adscrita al Banco Central o a la Junta Monetaria⁴.

7. Formación de un mercado de títulos

El instrumento principal de política monetaria del Banco Central de la República Argentina en la época de Prebisch fue la compra y venta de títulos en el mercado abierto. Esta ha sido también la política más empleada desde finales del siglo XIX, y especialmente desde la terminación de la primera guerra mundial, por los bancos centrales de los países financieramente desarrollados. Generalmente se cree, como creía yo hasta fecha muy reciente, que Prebisch había podido utilizar ese instrumento porque existía ya en la Argentina un mercado de títulos, pero, como vimos anteriormente, eso no era así. El mercado monetario se creó en la Argentina al establecerse el Banco Central. Se formó gracias, en primer lugar, a la expansión de liquidez resultante de la revaluación del oro y de su aplicación a descongelar la cartera de los bancos; pero también, y en medida igualmente importante, por la política de capacitar al Banco Central para emitir y vender certificados de participación en los bonos consolidados del Tesoro Nacional, que el Banco había recibido de la Caja de Conversión en garantía parcial de la emisión monetaria, porque los certificados eran títulos más fáciles de colocar en el mercado, por ser de corto plazo y por gozar de la doble garantía del Gobierno y del Banco Central.

Antes de que la Argentina iniciara esta práctica, los estudiosos de estas cuestiones pensábamos que un Banco Central no debía emitir y vender obligaciones como medio de contraer el circulante, porque esto debilitaría la confianza del público, que podría pensar que el Banco Central estaba falto de recursos. Tanto es así, que en 1941 la Misión White, que hizo los estudios para la organización del Banco Nacional de Cuba, recomendó un complejo mecanismo de absorción de fondos en que las obligaciones eran emitidas

⁴Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (1982): *Informe sobre supervisión y fiscalización bancaria*. México, p. 21.

por el Fondo de Estabilización de la Moneda, que era una cuenta del Banco Central más bien que una institución propiamente dicha⁵. Raúl Prebisch no tuvo ese temor y, desde el principio mismo de las operaciones del Banco Central de la República Argentina, en mayo de 1935, emitió, y vendió certificados de participación en los bonos consolidados del Tesoro Nacional. Nadie pensó que estas obligaciones eran emitidas porque el Banco Central necesitase recursos, y todo el mundo confió en la solvencia de los títulos, que tuvieron aceptación inmediata.

El factor más importante en la creación del mercado de títulos fue, sin embargo, la enorme masa monetaria inyectada por el Instituto Movilizador, que puso a los bancos en condiciones de comprar los certificados de participación en los bonos consolidados del Tesoro y, más tarde, otros títulos del Banco Central y letras de tesorería. Las operaciones de descongelación del Instituto casi duplicaron las reservas de los bancos y les dieron fondos más que suficientes para comprar los títulos del Banco Central.

8. Operaciones de mercado abierto

En 1935, la economía argentina estaba creciendo a una tasa anual de 4.5% y generando un producto territorial bruto cercano al 90.0% de su nivel de 1929. Ni la tasa de crecimiento ni el grado de utilización del aparato productivo hacían aconsejable aplicar una política monetaria dirigida a frenar la expansión, pero la enorme cantidad de liquidez inyectada para sanear el sistema bancario podía servir de base a un gran aumento de los préstamos, de los medios de pago, de la demanda agregada, de las importaciones y de los precios. Era necesario pues, absorber la liquidez sobrante, por lo que el Banco Central inició de inmediato una política de emisión y venta de certificados de participación en los bonos consolidados del Tesoro Nacional que tenía en su cartera. Los certificados se emitían con un vencimiento de 90 días y un rendimiento de 2.75% anual, y se ofrecían en licitación con la garantía de ser readquiridos al precio de venta. Desde un principio se vendieron con prima, lo que hizo bajar su rendi-

miento a 2.52% y 1.98% y 1.72% en diciembre de 1935, 1936 y 1937, respectivamente.

Antes de terminar el año 1936, el Banco alcanzó un volumen de venta de m\$ⁿ 400 millones, que era el monto de bonos consolidados que tenía en cartera, por lo que procedió entonces a colocar letras de tesorería (el producto de cuya venta se aplicaba a retirar deuda pública), y emitió después certificados de custodia de oro y divisas, habiendo llegado en agosto de 1937 a tener colocados m\$ⁿ 741 millones en los tres tipos de valores⁶; pero, como muestra el cuadro 4, las disponibilidades líquidas del sistema bancario habían comenzado a bajar desde el mes anterior, cuando habían llegado a un máximo de m\$ⁿ 1 543 millones. Por este motivo, el Banco Central disminuyó rápidamente su venta de valores, bajándola a m\$ⁿ 373 millones en diciembre de 1938 y cantidades progresivamente menores en los años siguientes. A fines de 1941, el Banco Central todavía emitía y vendía m\$ⁿ 30 millones en certificados, pero probablemente lo hacía para conservar un instrumento que podía volver a necesitar en el futuro.

En sus Conversaciones sostenidas en el Banco de México, Prebisch explica que el Banco Central comprendía que hubiera sido mucho mejor vender los títulos a los depositantes más bien que a los bancos, porque así se hubiese reducido simultáneamente el poder de compra del público y la capacidad de préstamos de los bancos, y porque esta última quedaba reducida en una forma más efectiva, que escapaba a la posible decisión posterior de los bancos de recuperarla. La venta de títulos de corto plazo a los bancos permite a éstos recuperar su capacidad de préstamo al vencer el plazo con sólo no volver a comprar, cosa que está fuera de su alcance si los títulos han sido vendidos al público, y las disponibilidades de los bancos se han reducido porque el público ha comprado los títulos girando contra sus depósitos en los bancos. El Banco Central de la República Argentina no pudo, sin embargo, vender títulos al público porque, en el caso de los certifica-

⁵Estas recomendaciones fueron cumplidas siete años después, cuando fue creado el Banco Nacional de Cuba, pero éste nunca emitió obligaciones, ni a nombre propio, ni a nombre del Fondo de Estabilización de la Moneda.

⁶Además de vender certificados y letras, el Banco había comprado dólares por un monto de m\$ⁿ 207 millones con recursos del Fondo de Divisas, lo que implicaba también una operación de esterilización de fondos. De acuerdo con nuestras cifras, las operaciones de esterilización llegaron a alcanzar un máximo de m\$ⁿ 948 millones; pero, según Nurkse, su monto sobrepasaba en junio de 1937 los m\$ⁿ 1 000 millones.

Cuadro 4
 ARGENTINA: DISPONIBILIDADES LIQUIDAS Y ABSORCION, 1934-1938
 (Millones de m\$*n*)

		Disponibilidades líquidas	Absorción por el BC	Efectivo	Depósitos	% de encaje	Préstamos
Diciembre	1934	485	—	485	3 465	14.0	3 424
Mayo	1935	926	—	926	3 338	27.7	2 821
Diciembre	1935	1 022	195	825	3 357	24.7	2 870
Junio	1936	1 036	343	723	3 510	20.6	2 960
Diciembre	1936	1 297	464	772	3 668	21.0	3 010
Julio	1937	1 543	713	830	3 915	21.2	3 140
Diciembre	1937	1 297	607	690	3 881	17.8	3 075
Junio	1938	1 133	482	651	3 829	17.0	3 160
Diciembre	1938	1 005	374	631	3 790	16.6	3 290

Fuente: Banco Central de la República Argentina, memorias anuales y suplementos estadísticos.

dos de participación, la Ley se lo prohibía, y en el caso de los otros títulos, los bancos se opusieron por considerar que el Banco Central no debía captar recursos del público en competencia con ellos.

Este aspecto de la experiencia argentina es de gran interés, porque el argumento de que el Banco Central no debe competir con los bancos ha sido el principal obstáculo a la utilización de un instrumento de política tan importante como la compra y venta en mercado abierto de títulos emitidos por el propio Banco Central. El argumento no es válido, porque la venta de títulos propios no es una forma de competencia sino de regulación monetaria, que puede utilizarse en vez de elevar los requisitos de encaje, pero ha sido un argumento eficaz para impedir la utilización de este instrumento.

9. Política de persuasión

A pesar de haber sido brillantemente concebida y ejecutada, la política de absorción de fondos no hubiera podido evitar una fuerte expansión de los préstamos bancarios si el Banco Central no hubiera desarrollado una gestión eficaz para persuadir a los bancos a seguir una política de crédito prudente. En efecto, la venta de valores nunca llegó a hacer descender el efectivo de los bancos por debajo de 21.0% de los depósitos, que era casi el doble del encaje mínimo requerido por

la ley⁷, lo que hizo posible que, apenas aumentados sus encajes, los bancos desarrollasen una aguda competencia entre sí, disponiendo visitas a clientes de entidades rivales para ofrecerles crédito a tasas más bajas de interés. Esto preocupó seriamente al Banco Central, no sólo por razones monetarias sino porque, conociendo la situación, sabía que no era aquel el momento propicio para disminuir ganancias y entrar en operaciones arriesgadas, ya que aún había muchos quebrantos por sanear. El Banco Central llamó a los bancos y les aconsejó coordinar su política y concertar un convenio entre ellos, comprometiéndose a no reducir la tasa de interés por debajo de 4%. Al principio los bancos opusieron resistencia, pero el Banco Central insistió y se firmó el convenio.

Conjuntamente con el éxito de su esfuerzo por contener la indebida expansión del crédito, el Banco Central recomendó a los bancos, y éstos aceptaron, no pagar dividendos superiores a 5%, a fin de constituir reservas. Sin el apoyo de ninguna disposición legal, simplemente por medio de la persuasión, el Banco Central logró que los bancos destinaran la mayor parte de sus utilidades a aumentar sus capitales.

⁷La ley exigía un encaje mínimo de 16.0% sobre depósitos a la vista y de 8.0% sobre depósitos a plazo. Como los primeros sumaban alrededor de un tercio del total, y los segundos alrededor de dos tercios, el encaje mínimo medio estaba entre 10.0% y 11.0%.

10. Redescuento

Durante la gerencia de Prebisch, el Banco Central de la República Argentina no efectuó prácticamente operaciones de redescuento; mejor dicho, las hizo pero solamente durante un breve período en 1940, y por cantidades relativamente pequeñas. En mayo de ese año, el recrudecimiento de la guerra mundial provocó un gran sacudimiento bursátil y una situación de intranquilidad en los bancos, que temían una fuerte contracción del comercio exterior. El Banco Central intervino decididamente en la Bolsa comprando cantidades considerables de títulos, lo que estabilizó las cotizaciones, y pidió a los bancos "que evitaran restricciones en los créditos que pudieran perturbar la evolución de los negocios y provocar innecesarias liquidaciones", comunicándoles que "si, a pesar de su desahogada posición de efectivo, tuviesen necesidad de utilizar el instrumento que la ley ha puesto en manos del Banco Central para facilitar el desenvolvimiento bancario los bancos podrán redescantar el papel elegible de su cartera en la medida que se requiera". En respuesta a esa invitación, "bancos muy importantes comunicaron su determinación de hacer uso del redescuento de inmediato, no obstante la abundancia de sus disponibilidades, como manifestación expresa de dar a la plaza todos los recursos que ésta necesite"⁸. En junio, el Banco Central concedió redescuentos por m\$*n* 79 millones (equivalente a alrededor de 10% de las existencias de efectivo de los bancos en aquel momento), que fueron pagados en su totalidad antes de comenzar el año siguiente.

En sus Conversaciones sostenidas en el Banco de México, Prebisch habló del redescuento solamente en una de las últimas sesiones, para decir que no lo había mencionado como un instrumento de política expansiva, porque "en la fase descendente del ciclo las actividades privadas no se sienten inclinadas a usar más crédito para expandir sus negocios, puesto que, en general, el ambiente psicológico es más bien de desganado que de optimismo"⁹. Prebisch no habló del redescuento como política restrictiva, porque el

Banco Central de la República Argentina no lo hubiera podido utilizar en sus comienzos, dado el enorme exceso de liquidez creado por la política de saneamiento bancario.

11. Asesoramiento al Gobierno

En sus dos primeros años, el Banco no parece haber ejercido su función de consejero económico del Gobierno, al menos en cuestiones suficientemente importantes para ser mencionadas en las *Memorias* o en las Conversaciones sostenidas en el Banco de México; pero, al entrar el país en una nueva fase cíclica descendente, el Banco Central ejerció cabalmente esa función. Cuando cayeron las exportaciones en el segundo semestre de 1937, y la caída comenzó a repercutir en la actividad interna, el Banco recomendó contrarrestar la contracción. A este respecto, debemos citar textualmente a Prebisch: "¿Debe contribuir el Banco Central a que se comprima la actividad económica interna y lograr así el perfecto equilibrio del balance de pagos, o debe dar preeminencia a la actividad económica interna y buscar otros resortes para actuar sobre el balance de pagos? Tal fue la cuestión que se nos planteó a partir de segundo semestre de 1937 y, con tanto más fuerza cuanto más aguda era la fase descendente. No tarda en comprender el Banco Central su responsabilidad interna frente a la situación económica y sobre todo, frente al hecho nuevo en la vida argentina de una industria que trabajaba afanosamente desde hacía pocos años. Se inclina entonces a proteger la actividad económica interna y recurre nuevamente a las medidas de control de cambios para evitar que el nuevo poder de compra que crea el Banco de la Nación para ayudar a las actividades agrarias, y que luego se propaga por los distintos sectores de la economía, no repercuta sobre las importaciones, sino que siga circulando dentro del propio mercado local"¹⁰.

A fin de neutralizar la contracción, el Banco recomienda al Gobierno intensificar el control de cambios, que se había hecho casi nominal en la última parte de la fase ascendente; apoya la política del Gobierno de comprar las cosechas excedentes; y desempeña un papel decisivo en la ela-

⁸Banco Central de la República Argentina, *op. cit.*, p. 127.

⁹Banco Central de la República Argentina, *op. cit.*, p. 499.

¹⁰Banco Central de la República Argentina, *op. cit.*, p. 400.

boración del plan de reactivación económica, en cuyo texto se detecta, según Carlos Díaz, "el inconfundible estilo de Raúl Prebisch"¹¹.

12. Política cambiaria

En 1931, la crisis del comercio exterior y la fuga de capitales obligaron a la Argentina a establecer el control de cambios, inicialmente en un sistema rígido de cambio único, que intentaba regular todas las operaciones y, después, en un sistema de cambios diferenciales que controlaba alrededor de 85% de las transacciones y dejaba al mercado libre el 15% restante. El sistema establecía tres tipos: uno, de 15 pesos por libra esterlina para las exportaciones importantes, otro de 16 para las importaciones esenciales, y otro flotante para todas las demás transacciones corrientes y movimientos de capital. El Banco intervenía activamente en el mercado libre, no permitiendo que el tipo fluctuara más allá de un margen de 17 a 20 pesos por libra esterlina, es decir, un margen de 6.0% a 25.0% por encima del tipo de importación en el mercado oficial.

Sin entrar a discutir en detalle el sistema, ni las modificaciones que se le hicieron en 1935-1943, podemos decir que el control de cambios fue manejado con extraordinaria eficacia para estimular las exportaciones, frenar las importaciones, promover la industria nacional y suplementar la acción anticíclica de la política monetaria interna. En los períodos de aumento de las exportaciones, la afluencia de divisas presionaba hacia abajo el tipo libre y lo hacía descender a 17, pero el Banco Central entraba a comprar y no lo dejaba bajar de ese nivel. En los períodos de caída de las exportaciones, el tipo subía, contribuyendo a frenar la salida de divisas, pero el Banco entraba al mercado como vendedor, y no lo dejaba subir por encima de 20.

El mercado libre en la Argentina, en el período que estamos examinando, sirvió como válvula reguladora de los movimientos de capital, tanto nacional como extranjero, y como mecanismo de freno a las importaciones en la fase descendente del ciclo; y, como se mantuvo dentro de una franja de fluctuación estrecha, no provocó distorsiones de precios, ni ofreció un incentivo

apreciable a la violación de los controles. La amplitud moderada de las fluctuaciones se debió a la política de intervención del Banco Central; pero ésta tuvo éxito porque las expectativas del mercado lo hicieron posible. A todo lo largo del período, los inversionistas nacionales y extranjeros mantuvieron su fe en la economía argentina, estimando que ésta podía experimentar dificultades transitorias que aconsejasen transferencias temporales de capital, pero la tendencia a extraer capital se aplacaba cuando el tipo libre subía en 10%, 15% o, cuando más, 25%. Quienes extraían capital tenían fe en que las dificultades cesarían y que el precio de la libra y del dólar volvería a bajar.

Las Conversaciones sostenidas en el Banco de México muestran que Prebisch comprendía con gran claridad que no tiene sentido restringir cuantitativamente la importación de un producto por debajo de la demanda existente, y venderle divisas baratas al comerciante importador. En efecto, el bajo precio de éstas no favorece al consumidor sino al importador, ya que la restricción hace subir el precio de venta en el mercado nacional por encima del costo de importación, dando ganancias indebidas al intermediario. Prebisch ya comprendía en 1944 el efecto Sohmen, llamado así por haber sido descrito por primera vez, en 1958, por este autor, si bien había sido utilizado muchos años antes por Triffin, que basó en él su recomendación de que se eliminasen las restricciones cuantitativas a la importación en el Ecuador en 1947¹².

13. Efectos de la política anticíclica

En las secciones precedentes hemos examinado, una por una, las políticas aplicadas por el Banco Central de la República Argentina durante el período que se examina, es decir, las operaciones de mercado abierto, el redescuento, la persuasión al sector privado y el asesoramiento al Gobierno. Ahora veremos cuáles fueron sus efectos a lo largo del período: primero, en la fase cíclica ascendente, 1935-1937 en que se utilizaron para neutralizar presiones inflacionarias; después, en la fase cíclica descendente, 1938-1939, en que

¹¹Carlos F. Díaz-Alejandro (1970); *Essays on the Economic History of the Argentine Republic*. Yale University Press, p. 105.

¹²Egon Sohmen (1958): The effect of devaluation on the price system, *Quarterly Journal of Economics*, mayo. Para la explicación de Prebisch, Banco Central de la República Argentina, *op. cit.* p. 308.

tuvieron por objetivo evitar la contracción de la economía real; y, por último, en los años 1940-1943, en que la tarea del Banco fue contrarrestar, suplementar y rectificar los graves efectos distorsionadores de la segunda guerra mundial.

Curiosamente, la primera política aplicada por el Banco Central no tuvo carácter anticíclico, sino potencialmente procíclico. Como vimos antes, esa primera medida del Banco, realizada a través de su institución auxiliar, el Instituto Movilizador, fue sanear la cartera de los bancos mediante la compra a éstos de valores del Gobierno y de créditos privados de dudoso cobro. Esta medida pudo haber tenido consecuencias explosivas, pero no fue así, porque sus posibles efectos inflacionarios quedaron neutralizados, o más que neutralizados, por las ventas de títulos y por la persuasión sobre los bancos. De hecho, el objetivo de la política anticíclica del Banco Central no fue tanto contrarrestar el efecto expansivo del alza de las exportaciones y de las entradas de capital, como esterilizar el exceso de liquidez en los bancos. Afortunadamente, esta política anuló la fuerza explosiva del saneamiento bancario e hizo de éste una medida de enormes beneficios para la nación, sin costo alguno para ella.

La eficacia de las políticas anticíclicas puede verse con gran claridad en el gráfico 1, que registra la evolución de los medios de pago y de las reservas en oro y divisas durante el período que se examina, mostrando el efecto de las variaciones de éstas sobre aquéllos, y, por residuo, el efecto de las variaciones del crédito interno. El gráfico 1 y el cuadro 5 están tomados, con ligeras adaptaciones, de las memorias del Banco Central, en las que Raúl Prebisch aplicó por primera vez una técnica de análisis que fue sistematizada y refinada después por Robert Triffin y que es utilizada hoy, con diversas variaciones y refinamientos, por los bancos centrales y por las instituciones monetarias internacionales¹³.

El gráfico 1 y el cuadro 5 muestran que la política anticíclica neutralizó enteramente al aumento potencial de la liquidez generado por el saneamiento bancario y contrarrestó también, en

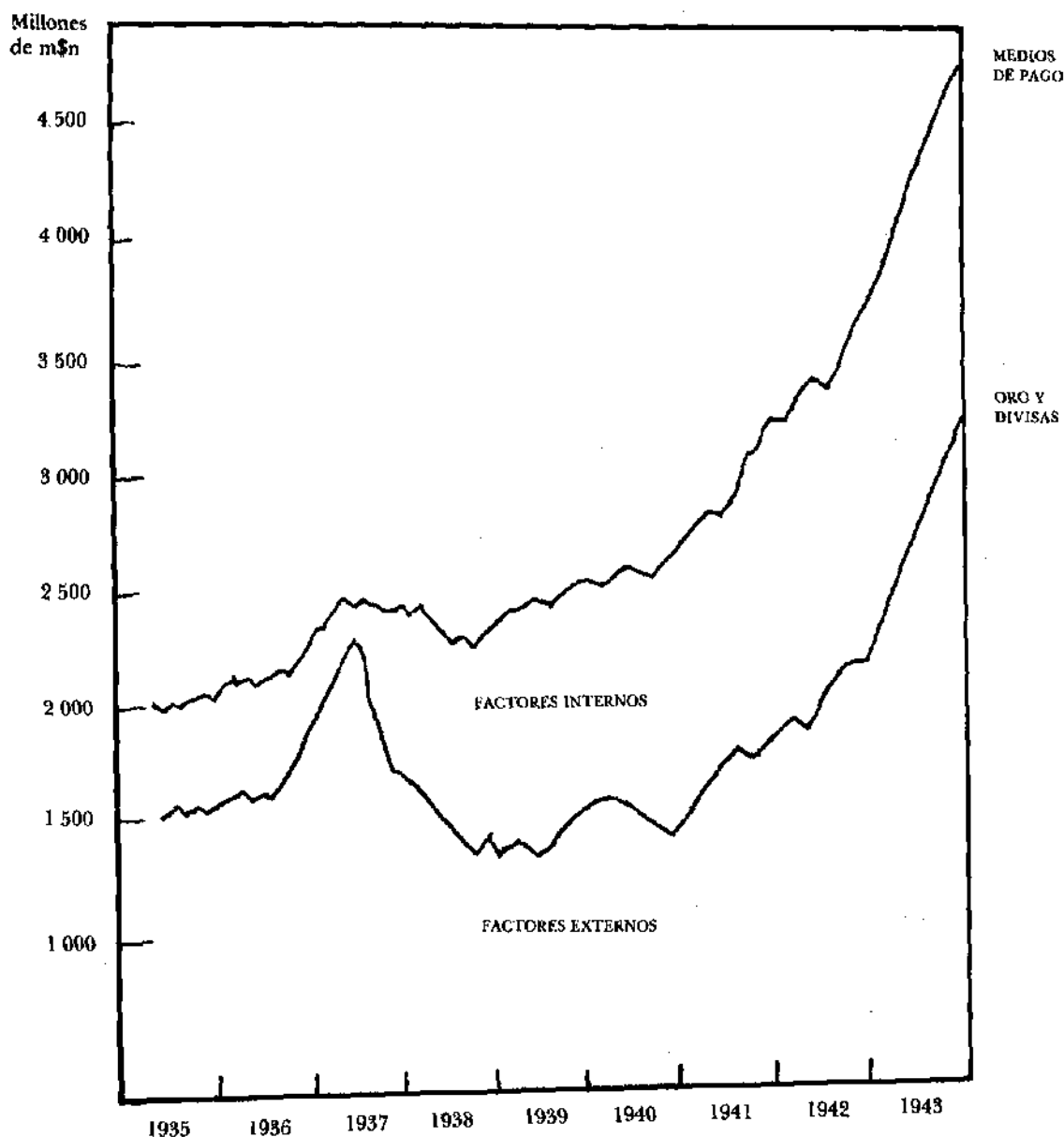
gran medida, el efecto monetario del incremento de reservas resultante del aumento de las exportaciones. Entre mayo de 1935 y julio de 1937, las reservas internacionales aumentaron en m\$ 840 millones, mientras que los medios de pago en circulación subieron sólo en m\$ 590 millones, lo que significa que la venta de títulos y los hábitos de ahorro del público esterilizaron m\$ 250 millones del aumento monetario potencial. Estos resultados parecen increíbles, aun para quienes tenemos una admiración sin límites por la gestión de Prebisch.

En julio de 1937 comenzaron a bajar las exportaciones, descenso que continuó hasta finales de 1938 y que redujo su valor en alrededor de 40% en año y medio. La caída de las exportaciones afectó la actividad económica interna y provocó una disminución de reservas, ante la cual el Banco recomendó al Gobierno que intensificara el control de cambios y que sometiera a licencia las importaciones, que estaban entrando sin ella, a través del mercado libre. Al propio tiempo, el Banco inició la política de readquisición de los títulos que había vendido en la fase ascendente del ciclo, lo que permitió a los bancos mantener, y aun aumentar ligeramente, su volumen de crédito. Además, la contracción económica redujo los depósitos a plazo, disminuyendo la absorción espontánea de medios de pago por parte del público. Entre julio de 1937 y diciembre de 1938, los medios de pago bajaron en sólo 6.8%, a pesar de que las reservas internacionales disminuyeron en 43.5%. Al año siguiente, 1938, las exportaciones recuperaron una parte de su valor perdido y los medios de pago aumentaron en medida aproximadamente igual que las reservas internacionales. En 1938, el producto interno bruto se contrajo en 2.8%, pero en 1939 se recuperó, aumentando en 4.5%.

En mayo de 1940, el recrudecimiento de la guerra cerró el mercado para los productos argentinos en el continente europeo, desplazó el comercio de importación hacia los Estados Unidos, y desequilibró los ingresos y egresos en divisas, creando una gran abundancia de libras esterlinas y una gran escasez de dólares, que obligó a la Argentina a establecer controles discriminatorios contra las importaciones procedentes de los Estados Unidos. Posteriormente, este país multiplicó sus compras de productos argentinos, pero mantuvo muy bajas sus ventas, debido a las esca-

¹³Robert Triffin (1946): *Esbozo general de un análisis de las series estadísticas monetarias y bancarias de América Latina sobre bases uniformes y comparables*. Primera Reunión de Técnicos sobre Problemas de Banca Central del Continente Americano, México.

Gráfico 1
 ARGENTINA: MEDIOS DE PAGO POR ORIGEN
 1935-1943



secas de guerra, por lo que la Argentina vio aumentar verticalmente sus reservas de oro y divisas. Entre 1940 y 1943, las reservas subieron a una tasa anual media de 37.5% haciendo crecer los medios de pago a una tasa anual media de 23.0% en los tres años. A pesar de las dificultades de la guerra y de la necesidad de financiar los excedentes de cosechas, el Banco Central pudo mantener el crecimiento de los medios de pago a

una tasa muy inferior al aumento de las reservas internacionales.

Las políticas del Banco Central durante la guerra fueron tan eficientes como las medidas anticíclicas de 1935-1939; pero fueron éstas, por su belleza técnica, las que provocaron atención internacional. En su conocido análisis de la experiencia monetaria internacional entre las dos guerras mundiales, Ragnar Nukse se refiere a la

Cuadro 5
 ARGENTINA: MEDIOS DE PAGO POR ORIGEN, 1935-1943
 (Millones de m\$n)

	1935 Mayo	1935 Dic.	1936 Dic.	1937 Julio	1937 Dic.	1938 Dic.	1939 Dic.	1940 Dic.	1941 Dic.	1942 Dic.	1943 Dic.
Factores externos ^a	1 460	1 480	2 000	2 300	1 700	1 300	1 480	1 400	1 870	2 360	3 650
Factores internos ^b	3 210	3 250	3 300	3 280	3 470	3 620	3 840	3 850	4 650	4 980	4 960
Total ^c	4 670	4 730	5 300	5 580	5 120	4 920	5 320	5 250	6 420	7 280	8 610
Menos absorción ^d	2 670	2 540	2 900	2 990	2 450	2 420	2 560	2 430	2 860	2 990	3 350
Medios de pago en circulación (M2) ^e	2 000	2 190	2 400	2 590	2 670	2 500	2 760	2 820	3 560	4 310	5 760

Fuente: Banco Central de la República Argentina, memorias anuales.

^a Reservas internacionales en oro y divisas.

^b Préstamos e inversiones del sistema bancario.

^c Suma de las dos cantidades anteriores. El total es equivalente a la suma de dinero y cuasidineró (M2).

^d Depósitos de ahorro y a plazo, otras obligaciones a plazo de los bancos y absorción de fondos por el Fondo de Divisas.

^e Efectivo en poder del público más depósitos a la vista.

política monetaria argentina en los siguientes términos:

"Es Argentina la que ofrece el ejemplo más relevante de neutralización cíclica en ambos períodos, el de alza y el de recesión, durante los tres años 1936-1938. Aquí nuevamente, la época de mediados de 1937 constituyó el punto crítico. Los cambios en el mercado mundial afectaron a la balanza de pagos de Argentina con particular violencia, puesto que se reforzaron con una entrada de fondos exteriores antes y una salida de ellos después del punto crítico, así como por unas condiciones climáticas que produjeron una cosecha excepcionalmente buena, antes y otra muy mala inmediatamente después de dicho año. Las repercusiones de estos acontecimientos sobre la situación crediticia interna fueron sorprendentemente pequeñas, siendo ello debido a la notable política de "aislamiento" monetario adoptada, lo mismo en el período de alza que en el de depresión. La afluencia de cambios exteriores en 1936 y en los primeros meses de 1937 fue esterilizada, en primer término, mediante la venta de obligaciones del Banco Central, y, después de noviembre de 1936, mediante la cesión de certificados y letras de Tesorería al mercado para compras de divisas por cuenta del Gobierno... El cambio total absorbido de este modo alcanzó un má-

ximo de más de 1 000 millones de pesos en junio de 1937, que fueron vendidos durante los dieciocho meses subsiguientes y con el producto de esas ventas fueron pagadas las letras y certificados de Tesorería que habían sido emitidos para financiarlas... Gracias a la política de neutralización, la expansión monetaria en 1936-1937 fue moderada en comparación con el alza en las exportaciones y con la afluencia de fondos y, análogamente, la contracción en el crédito interno durante 1937-1938 fue ligera, en comparación con la reversión registrada en la balanza de pagos exteriores"¹⁴.

14. Modelo de leyes bancarias

La experiencia argentina sirvió de inspiración a Roberto Triffin en sus trabajos de revisión de la estructura y funciones de la banca central en países en desarrollo, que cristalizaron en las legislaciones de Paraguay, Guatemala, República Dominicana y Ecuador. Estas, a su vez, sirvieron en parte de modelo a las leyes creadoras de los Bancos Centrales de Cuba y Honduras, y a las modificaciones de las leyes bancarias en El Salvador y en

¹⁴Ragnar Nurkse (1968): *La experiencia monetaria internacional*, FMI-BID.GEMLA, México, p. 90.

Venezuela. La gestión de Raúl Prebisch fue, pues, la fuente de la banca central contemporánea en América Latina.

La belleza teórica de las nuevas leyes bancarias y la promesa que ofrecían de neutralizar el ciclo económico encendieron el entusiasmo de los economistas latinoamericanos. En consecuencia, depositamos *nuestra fe en la política monetaria* y cambiaría como instrumento clave para solucionar muchos de nuestros problemas, y concentramos nuestros esfuerzos en refinar al máximo posible las técnicas de análisis monetario y los instrumentos de control de los bancos centrales. Fue una época en que empleábamos largas horas en discutir cómo debía computarse la revaluación de las reservas en la clasificación de los medios de pago por origen, y en que tratábamos de crear controles de todas clases que diesen a un banco central una mayor capacidad para neutralizar las fluctuaciones externas.

El entusiasmo de los economistas latinoamericanos por las nuevas leyes bancarias, especialmente por sus disposiciones cambiarias, no se debió tanto a que nos ayudasen a neutralizar mejor el ciclo, sino a que hacían posible acelerar nuestra industrialización, porque nos permitían seguir invirtiendo y creciendo durante la fase descendente del ciclo: al caer las exportaciones, soltábamos el tipo de cambio para las importaciones de lujo, equilibrábamos nuestra balanza de pagos y seguíamos invirtiendo en industrias y en infraestructura. Queríamos aplicar la nueva política monetaria porque era un instrumento indirecto para promover la industrialización; pero cuando, gracias en gran parte a Prebisch, aprendimos la vía directa, no fue ya necesario dar un rodeo y nos dedicamos de lleno a la teoría y política de desarrollo. Además, la política de desarrollo podía aplicarse en forma anticíclica, intensificando la construcción de obras de infraestructura y la contratación de préstamos externos cuando caían las exportaciones, substituyendo así, al menos parcialmente, a la política monetaria en su función de neutralizar el ciclo. Y, en el terreno de los hechos, las fluctuaciones del comercio en la posguerra fueron mucho menores que en la anteguerra e hicieron mucho menos necesaria la aplicación de una política monetaria anticíclica.

El entusiasmo de los economistas latinoamericanos por la política monetaria tuvo su apogeo

después de 1945 y alcanzó su máximo nivel en las varias veces mencionada Primera Conferencia de Técnicos de Banca Central del Continente Americano. En el decenio de 1950 disminuyó rápidamente, porque el interés se desplazó hacia la teoría y política del desarrollo económico, y hacia el estudio de las causas de la inflación, que, antes de desarrollarse en el resto del mundo, había surgido como un problema muy grave en varios países de América Latina. En parte por este desplazamiento del interés y en parte por otras causas, los instrumentos adicionales de banca central creados por las nuevas legislaciones nunca fueron utilizados, ni a raíz de su creación ni en los años siguientes. De hecho, ningún banco central ha aplicado en las últimas cuatro décadas una política anticíclica activa, como la aplicada por Raúl Prebisch en la Argentina en 1935-1943.

15. *Factores que han desalentado la aplicación de una política monetaria anticíclica en América Latina en la posguerra*

La pérdida de interés de los economistas latinoamericanos por la política monetaria anticíclica, y la poca utilización de ésta por las autoridades financieras en las cuatro décadas transcurridas desde la terminación de la guerra, parecen deberse a diversas razones. Las más importantes de éstas parecen ser las siguientes: a) predominio de la política de desarrollo; b) posibilidad de aplicar la política de desarrollo en forma anticíclica; c) poca intensidad de las fluctuaciones del comercio internacional; d) gran resistencia del nuevo tipo de inflación a las restricciones del crédito, que provocaban graves contracciones económicas; e) imposibilidad de aplicar una política monetaria congruente durante una inflación con desempleo; f) elevación de las tasas de interés en los países industriales; g) exención de impuestos a las colocaciones extranjeras en los Estados Unidos; y h) crisis de la deuda.

Los fuertes movimientos de inflación surgidos en varios países latinoamericanos alrededor de 1950 hicieron que se diera, al principio, mucha importancia a la política monetaria. Sin embargo, estos movimientos inflacionarios mostraron gran resistencia a la restricción monetaria, que incidía mucho más sobre la producción que sobre los precios, provocando fuerte desempleo, a pesar del cual seguían subiendo los precios. La restricción monetaria provocaba una situación

de "estanflación", en la que la economía sufría simultáneamente de desempleo y de inflación; y ante esta situación, enteramente contraria a las enseñanzas de la teoría económica ¿qué política monetaria seguir: continuar restringiendo el crédito, con la esperanza de que, tras un tiempo suficientemente largo, bajasen los precios, o aflojar las riendas del crédito a fin de estimular la producción y el empleo? La "estanflación" impediría, y sigue impidiendo hoy, la aplicación de una política monetaria congruente.

A los factores que han desalentado o dificultado la aplicación de la política monetaria que se acaban de exponer, se han sumado, en tiempos más recientes, la subida de las tasas de interés en los países industriales, la exención de impuestos a las colocaciones extranjeras en los Estados Unidos, y la crisis de la deuda. Los dos primeros de estos factores han agravado la salida de capitales latinoamericanos, ya muy fuertemente estimulada por la inestabilidad cambiaria, y han creado dificultades adicionales a la política monetaria, poniéndola ante el dilema de subir las tasas de interés internas para retener los capitales, pero frenando la economía, o bajarlas para estimular la economía, pero intensificando la colocación de capitales en el exterior. El tercer factor, la crisis de la deuda, ha creado gravísimas dificultades a la política monetaria al succionar una enorme cantidad de recursos.

16. *¿Qué enseñanzas podemos derivar de la gestión monetaria de Prebisch?*

El rápido examen que acabamos de hacer de las dificultades con que ha tropezado la política monetaria en los últimos cuarenta años nos da, en principio, la falsa impresión de que la admirable gestión de Raúl Prebisch al frente del Banco Central de la República Argentina ofrece pocas enseñanzas de utilidad para resolver nuestros problemas actuales. Aun si esto fuese cierto, ¿qué mejor enseñanza podría darnos el estudio de esa gestión que mostrarnos los cambios ocurridos en la realidad económica y financiera de América Latina y del mundo en estos cuarenta años? ¿Qué forma mejor de comprender la importancia esencial que todavía tiene la política monetaria para el desarrollo económico y para el bienestar social, que conocer de qué manera ha cambiado la realidad en que se aplica?

El análisis de la naturaleza de los factores enumerados nos indica que las enseñanzas de Prebisch siguen teniendo vigencia, porque los tres primeros factores no son propiamente obstáculos sino hechos circunstanciales que nos llevaron a dar más alta prioridad a otras políticas; y los cinco últimos, que sí son obstáculos reales, tienen su origen en problemas de carácter mundial que, aunque llevan varios años sin resolverse, debemos confiar en que serán resueltos en un futuro no demasiado lejano. Podemos y debemos, pues, volver a estudiar las técnicas utilizadas por Raúl Prebisch y ponerlas al servicio de nuestro desarrollo económico con estabilidad financiera.

Dos de los obstáculos reales tienen su origen en la inflación, por lo que su mayor o menor gravedad en el futuro dependerá de los progresos que hagamos en la lucha por detener ese proceso. En años recientes, el problema se ha agravado a causa del trauma de la deuda, sin embargo, la comprensión más clara que tienen los economistas, dentro y fuera de América Latina, del mecanismo de la inflación persistente y de la "estanflación", nos permite confiar en que no pase mucho tiempo sin que tengamos fórmulas prácticas, y eficaces, para vencer este flagelo¹⁵. Pero esta expresión de optimismo no significa que debemos debilitar el esfuerzo por acabar de descifrar los enigmas de la inflación.

Los dos obstáculos siguientes a la aplicación eficaz de la política monetaria son consecuencia del mayor atractivo para el ahorrador latinoamericano de las colocaciones en los países industriales, debido al alza de las tasas de interés en esos países. Este atractivo es aun mayor para las colocaciones en los Estados Unidos, donde se les ha eximido de impuestos. La alternativa para los ahorradores latinoamericanos es tener sus recursos líquidos en títulos denominados en monedas débiles en proceso de depreciación, pagando impuestos por los réditos, o adquirir títulos en dóla-

¹⁵Véase a este respecto *Inflación, aceleración y contención* (1986). *Pensamiento Iberoamericano* N° 9, Madrid, enero-junio; Rudiger Dornbusch (1985): *Inflation and Indexation, Comments on Brazil*, Institute for International Economics, Washington, D.C., y, del propio autor (1986): *Inflation, Exchange Rates and Stabilization. Essays in International Finance*, Princeton University; Michael Bruno y Jeffrey Sachs (1985): *Economics of Worldwide Stagflation*. Harvard University Press.

res, que aumentan de valor en la moneda nacional del adquirente, que devengan réditos a una tasa relativamente alta de interés, y que no pagan impuestos. ¡La opción ofrece pocas dudas! Es de esperar, sin embargo, que en un futuro no demasiado lejano, los Estados Unidos establezcan un fuerte impuesto a las colocaciones financieras de propiedad de residentes de países en desarrollo o mejor aun, ofrezcan a estos países la celebración de convenios fiscales en que se comprometan a cobrar, por cuenta de ellos, los impuestos con que gravan las colocaciones financieras de sus residentes en el exterior. Las actuales transferencias de capital de los países pobres a los países ricos constituyen un proceso tan ilógico y tan contrario a los principios básicos de equidad, que esta esperanza no debería ser enteramente ilusoria.

El último de los obstáculos enumerados, la crisis de la deuda, preocupó durante los últimos años de su vida a Prebisch, que, cinco días antes

de morir dijo: "Las actuales negociaciones bilaterales no podrán continuar indefinidamente, porque mientras se esté quitando el aliento a nuestras economías a fin de generar recursos con que pagar los servicios de la deuda, no habrá inversión, ni nacional ni extranjera, porque el capital no se invierte en economías que no crecen, o que decrecen, y que están sujetas a crecientes tensiones sociales"¹⁶. La crisis de la deuda no puede continuar deteniendo el progreso de la América Latina y del mundo por mucho tiempo más.

Cuando los obstáculos que han dificultado la aplicación eficaz de la política monetaria se superen, como tendrán que superarse en un futuro razonablemente cercano, las enseñanzas monetarias y bancarias de Raúl Prebisch volverán a tener plena vigencia.

¹⁶Raúl Prebisch (1986): Exposición en el vigesimoprimer período de sesiones de la CEPAL, *Revista de la CEPAL*, N° 29, Santiago de Chile, agosto.