

# Ensayos Económicos | 75

Noviembre de 2020

**Navegando en aguas turbulentas. Raúl Prebisch  
y la política económica durante la Gran Depresión**  
Emiliano Libman



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Ensayos Económicos es una revista editada por la Subgerencia General de Investigaciones Económicas

ISSN 1850-6046  
Edición electrónica

Banco Central de la República Argentina  
San Martín 235 / Edificio San Martín Piso 7, Oficina 701 (C1003ABF)  
Ciudad Autónoma de Buenos Aires / Argentina  
Tel.: (+5411) 4348-3582/3814  
Email: [ensayos.economicos@bcra.gov.ar](mailto:ensayos.economicos@bcra.gov.ar)  
Página Web: [http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Ensayos\\_economicos.asp](http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Ensayos_economicos.asp)

Fecha de publicación: Noviembre 2020

Diseño de tapa e interior | Gerencia Principal de Comunicación y Relaciones con la Comunidad, BCRA  
Diagramación | Subgerencia General de Investigaciones Económicas, BCRA

Ensayos Económicos está orientada a la publicación de artículos de economía de carácter teórico, empírico o de política aplicada, y busca propiciar el diálogo entre las distintas escuelas del pensamiento económico para contribuir a diseñar y evaluar las políticas adecuadas para sortear los desafíos que la economía argentina enfrenta en su proceso de desarrollo. Las opiniones vertidas son exclusiva responsabilidad de los autores y no se corresponden necesariamente con la visión institucional del BCRA o de sus autoridades.

Esta revista apoya el acceso abierto a su contenido bajo el principio de que la libre disponibilidad de la investigación para el público estimula un mayor desarrollo global del intercambio de conocimiento. Para facilitar una mayor difusión y utilización, los artículos se encuentran bajo la licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-CompartirIgual 4.0 Internacional.



Esta licencia permite copiar y redistribuir el material en cualquier medio o formato, y transformar y construir a partir del material original, mientras no sea con fines comerciales, se mencione el origen del material de manera adecuada, brindando un enlace a la licencia e indicando si se han realizado cambios, y se distribuya bajo la misma licencia del original.

# Navegando en aguas turbulentas. Raúl Prebisch y la política económica durante la Gran Depresión

**Emiliano Libman\***

Universidad de Buenos Aires (UBA), Argentina

Universidad Nacional de San Martín (UNSAM), Argentina

## Resumen

Aunque es más conocido por sus ideas sobre los términos del intercambio y la industrialización, Raúl Prebisch también fue responsable del diseño y la implementación de las iniciativas que le permitieron a la Argentina recuperarse de la Gran Depresión. Este artículo reseña las diferentes políticas fiscales, monetarias, cambiarias, comerciales y de organización del sistema financiero impulsadas por Prebisch desde finales de la década de 1920 hasta comienzos de la de 1940.

*Clasificación JEL:* E31, E52, E58.

*Palabras clave:* política monetaria y cambiaria, controles de capitales, Prebisch.

---

\* Las opiniones vertidas en este trabajo son responsabilidad del autor y no reflejan necesariamente las del BCRA o sus autoridades. Email: [elibman@unsam.edu.ar](mailto:elibman@unsam.edu.ar).

# Sailing in Rough Waters. Raúl Prebisch and the Economic Policy during the Great Depression

**Emiliano Libman**

Universidad de Buenos Aires (UBA), Argentina

Universidad Nacional de San Martín (UNSAM), Argentina

## Summary

Although best known for his ideas related to terms of trade and industrialization, Raúl Prebisch was also responsible for the design and implementation of the initiatives that allowed Argentina to recover from the Great Depression. This article reviews the different fiscal, monetary, exchange, commercial and financial policies promoted by Prebisch from the late 1920s to the early 1940s.

*JEL:* E31, E52, E58.

*Keywords:* monetary and exchange rate policy, capital controls, Prebisch.

## 1. Introducción

Durante las últimas décadas reapareció el interés por evaluar la conveniencia de contar con “políticas no convencionales” (por ejemplo, regulaciones macroprudenciales y controles capitales) como elementos permanentes de la gestión macroeconómica. Dicho interés está motivado por las reiteradas crisis financieras que tuvieron lugar en los mercados denominados “emergentes” durante el último cuarto del Siglo XX (particularmente durante la década de 1990) y por el mejor desempeño que estos mercados experimentaron en las dos primeras décadas del Siglo XXI. La menor incidencia de crisis financieras internacionales que se verificó recientemente estuvo asociada en buena medida con las condiciones internacionales más favorables, pero también con la existencia de políticas domésticas más prudentes que en el pasado.

Uno de los autores que más contribuyó con el diseño y la implementación de políticas macroeconómicas innovadoras, muchas de las cuales sin duda deberíamos clasificar como “no convencionales”, fue Raúl Prebisch. Además de su muy conocida participación en la creación del Banco Central de la República Argentina, también estuvo directamente involucrado en una amplia gama de iniciativas implementadas durante la década de 1930, muchas de las cuales son poco conocidas o no siempre se asocian con su nombre. El estudio detallado de sus escritos de juventud y los testimonios recogidos en entrevistas, revela que prácticamente no hay iniciativa de peso adoptada durante finales de los años veinte y principios de los cuarenta que no haya contado en alguna medida con su colaboración. Varias de estas iniciativas no llevan el sello de Prebisch, ya que en muchos casos los decretos fueron firmados o presentados por funcionarios de mayor jerarquía, pero se sabe por el testimonio de sus amigos y colaboradores que fueron redactados de puño y letra por él.<sup>1</sup>

Prebisch no solamente ejecutó la política monetaria y cambiaria, también participó activamente en el diseño de la política tributaria y de gastos del estado, en la implementación de procesos de conversión y rescates de deuda, en la gestión del control de cambios, en el salvataje del sistema financiero y en la configuración de diversos tratados para orientar el comercio de forma tal de preservar el equilibrio de las cuentas externas. Es importante destacar que Prebisch no tenía un plan integral para sacar a la economía de la depresión, por lo que tuvo que ir improvisando las medidas sobre la marcha.

Durante la Gran Depresión, la Argentina se enfrentó a una coyuntura crítica originada en la reversión de los flujos de capitales y en el colapso del comercio internacional. Ante semejante coyuntura, las autoridades no tuvieron más remedio que suspender la Convertibilidad y abandonar el Patrón Oro en diciembre de 1929, para luego imponer el control de cambios en noviembre de 1931. El objetivo principal de estas medidas era enfrentar una coyuntura considerada excepcional y esperar la recuperación del comercio internacional, por lo que inicialmente se hizo muy poco para sacar a la economía de lo profundo del pozo. Con el correr de los meses, la crisis se fue agravando.

---

<sup>1</sup> También existen diversos artículos periodísticos anónimos (pero de su autoría) publicados principalmente entre 1933 y 1945, describiendo las diferentes acciones de gobierno y evidenciando un conocimiento de primera mano de las políticas adoptadas (Dosman, 2008, cap. 4 y 5).

El desempleo creció y los salarios reales cayeron, achicando el mercado doméstico y acentuando la contracción del nivel de actividad.<sup>2</sup> Finalmente, la coyuntura terminó por imponer un cambio de rumbo.

Tras observar la incapacidad de los países centrales de coordinar una recuperación basada en la expansión del comercio internacional y de contemplar las problemáticas de los países periféricos, Prebisch se convenció de que la salida habría de provenir de iniciativas internas.<sup>3</sup> Para lograr esto, nuestro país necesitaba crear las condiciones para poder llevar a cabo una política macroeconómica contracíclica. Este proceso exigió una alta dosis de pragmatismo, porque el recetario económico existente en aquel entonces resultaba insuficiente y no indicaba de forma obvia cómo diseñar las instituciones que se necesitaban.

Muchas de las preocupaciones y problemas que motivaron las iniciativas impulsadas por Prebisch han reaparecido durante las últimas décadas en trabajos académicos. Por ejemplo, existe actualmente una extensa literatura que ha documentado el carácter global de los ciclos financieros, analizado sus consecuencias sobre las economías de menor nivel de desarrollo y enfatizando la poca capacidad de éstos para evitar las salidas bruscas de capitales (Calvo, 1998, sobre los “sudden stops”). Por su parte, la literatura sobre crisis cambiarias ha abandonado la noción de que una política fiscal consistente es condición suficiente para evitar el colapso de los esquemas de tipo de cambio fijo, mientras que una serie de trabajos ha alertado sobre la ineficacia de los regímenes de tipo de cambio de mayor flexibilidad como instrumentos para absorber shocks (Rey, 2015).

Varias décadas antes, Prebisch había descripto con notable precisión cómo los flujos de capitales hacia países “periféricos” responden principalmente a factores “de empuje”, es decir, están vinculados a cuestiones que se originan en las economías centrales.<sup>4</sup> Ante escenarios domésticos adversos o modificaciones en la coyuntura internacional, los tenedores de riqueza buscan refugiarse en activos seguros, en la época de Prebisch típicamente el oro o la libra esterlina. Mientras que las

---

<sup>2</sup> Entre 1930 y 1932, el valor de las exportaciones argentinas cayó aproximadamente un 64% (O’Connell, 1984), empujadas por una caída en las cantidades y en los precios. Según datos de Ferreres (2010), las reservas en la Caja de Conversión se redujeron desde algo más de 1.000 millones de dólares durante 1928, hasta aproximadamente de 750 millones de dólares cuando se suspendió la convertibilidad en 1929. Terminaron por debajo de los 450 millones al adoptarse el control de cambios a fines de 1931. Por su parte, el salario real cayó aproximadamente un 10% entre 1929 y 1932, a pesar de que el índice de precios al consumidor se redujo en más del 25% durante el mismo período. Si bien no existen estadísticas de desempleo, la evidencia anecdótica describe un panorama social crítico (ver, por ejemplo, Dosman, 2008, cap. 5, p. 91).

<sup>3</sup> “La ilusión de un mejoramiento próximo en el estado económico internacional no debe mantenernos en suspenso. Dependemos estrechamente de la economía mundial. Ella presenta algunos síntomas de mejora. Pero todo el mundo está pendiente del experimento de los Estados Unidos que, si no tiene éxito, dará una nueva sacudida violenta a lo poco que resta de la confianza mundial. Como quiera que resulte, no es dable esperar un restablecimiento rápido que nos cure prontamente de nuestros males. Por lo demás, el proteccionismo agrario de los principales países adquirentes de nuestra producción será por mucho tiempo el obstáculo más considerable para la expansión de las exportaciones argentinas. Por lo tanto, del punto de vista del mercado internacional, las perspectivas no son promisorias. Difícilmente podrá venir de afuera el estímulo que requiere imperiosamente la economía argentina. Hay que buscar las soluciones dentro del país mismo (Prebisch, 1933, Vol. II, p. 149)”.

<sup>4</sup> En la opinión de Prebisch, los capitales de corto plazo “venían cuando no se los necesita y se van cuando podrían ser útiles (1944a, p. 232)”. Fue precisamente por estas razones por las que Prebisch impulsó la creación del Banco Central de la República Argentina (ver la nota al pie introductoria en Prebisch, 1931b; ver también Prebisch, 1944a).

economías centrales pueden, mediante ligeras modificaciones en la tasa de interés, atraer capitales de corto plazo para hacer frente al desequilibrio exterior, esto es prácticamente imposible para países como el nuestro. Claramente lo era en las coyunturas analizadas por Prebisch (ver 1944d, p. 31).

Por esta razón, Prebisch consideraba que la Argentina tenía una inserción internacional turbulenta y acuñó la expresión “Patrón Oro esporádico”, porque nuestra economía podía mantener la convertibilidad únicamente en los momentos en los que existía superávit de balance de pagos (Prebisch, 1932, pp. 43-44).<sup>5</sup> Dada la inestabilidad de las condiciones financieras y de los términos del intercambio, Prebisch consideraba que los países “periféricos” no podían defender la paridad cambiaria y dejar que el peso del ajuste recayera en una combinación de la elevación de las tasas de interés y la deflación. Estos países tampoco podían confiar exclusivamente en la flexibilidad cambiaria para reestablecer el equilibrio externo, debido a la existencia de una fracción significativa de las deudas domésticas denominadas en moneda extranjera. La solución exigía una combinación de iniciativas innovadoras y políticas tradicionales, en una proporción que Prebisch fue descubriendo en base a la experiencia que iba adquiriendo por la práctica.

En este trabajo describimos las diferentes políticas económicas impulsadas por Prebisch, incluyendo la creación del Banco Central de la República Argentina, la reforma del sistema financiero y la conversión de la deuda pública, la reforma impositiva, el diseño de un programa de obras públicas y la adopción de un conjunto de medidas de política contracíclica, que incluyen el refinamiento del control de capitales, la intervención esterilizada en el mercado de cambios y la regulación prudencial de los bancos. El resultado conjunto de la implementación de estas políticas fue bastante satisfactorio y permitieron que Argentina sea una de las economías de altos ingresos que más rápidamente se recuperó de la Gran Depresión (Díaz-Alejandro, 1970, cap. 2), transformando a Prebisch en un economista prestigioso en el continente.<sup>6</sup>

El resto de este trabajo está estructurado del siguiente modo. Mientras que la sección 2 discute las iniciativas diseñadas por Prebisch con el fin de reorganizar el sistema financiero doméstico, la sección 3 describe cómo evolucionó su gestión del control de cambios y la sección 4 describe las políticas fiscales, monetarias y cambiarias que elaboró. Finalmente, la sección 5 cierra el trabajo con algunas conclusiones.

---

<sup>5</sup> A grandes rasgos, una economía “industrial” y “acreedora” que contaba con una plaza financiera madura como Inglaterra, podía atraer oro elevando la tasa de interés a corto plazo para cubrir desequilibrios por cuenta corriente. En cambio, una economía “agrícola” y “deudora” como la Argentina, tenía serias limitaciones para sostener la convertibilidad ante coyunturas externas desfavorables (ver Ford, 1962).

<sup>6</sup> Relegamos a un segundo plano algunas de los temas que Prebisch analizó en su faceta de docente e investigador e ignoramos otros aspectos conocidos de su obra elaborados principalmente desde finales de la década de 1940. La mayor parte de las contribuciones que analizan la obra de Prebisch se enfocan en sus ideas sobre las tendencias de los términos del intercambio y el cambio estructural (por ejemplo, Rodríguez, 2001). Aunque son menos, también existen algunas contribuciones que reflejan la faceta de la obra de Prebisch que estudia problemas típicos de la macroeconomía en economías abiertas, incluyendo por ejemplo Fiszbein (2011), Pérez-Caldentey y Vernengo (2012, 2016) y O’Connell (2001).

## 2. La reorganización del sistema financiero doméstico

El sistema monetario argentino con el que Prebisch convivió desde su nacimiento en 1901, copiaba a grandes rasgos el sistema inglés que se había consolidado a partir de la aprobación del Acta Peel (1844). El sistema inglés repartía la gestión de la moneda y el crédito entre dos instituciones complementarias: el “departamento de emisión”, que era responsable de la convertibilidad entre la libra esterlina y el oro, y el “departamento bancario”, que tenía entre otras atribuciones regular a los bancos comerciales y operar como prestamista de última instancia. Aunque Argentina no contaba con una institución de la envergadura del Banco de Inglaterra, tenía al Banco Nación para cumplir algunas de estas tareas, aunque de forma más acotada.<sup>7</sup> El lugar del departamento de emisión lo ocupó la Caja de Conversión, que se encargaba de convertir oro en pesos (y viceversa) a una paridad fija.

El elevado grado de movilidad de capitales que existía en aquel entonces no implicaba necesariamente una relación automática entre los saldos del balance de pagos y los cambios en la liquidez doméstica. Dado que el Banco Nación tenía reservas excedentes, era posible, mediante la modificación de la relación entre sus préstamos y depósitos, regular en alguna medida las condiciones financieras domésticas con cierta independencia de la evolución de las cuentas externas (Pérez Caldentey y Vernengo, 2008). Esta posibilidad fue puesta en práctica en varias ocasiones, aunque sujeta a las limitaciones que imponía el arreglo cambiario argentino de las primeras décadas del Siglo XX y el contexto internacional. En coyunturas muy turbulentas, para incrementar el margen de acción, se optó por suspensión de la convertibilidad. Por ejemplo, durante la crisis que tuvo lugar al estallar la 1ra. Guerra Mundial, no hubo más remedio que cerrar la Caja de Conversión e implementar normativas especiales que posibilitaron un accionar más agresivo por parte del Banco Nación. Dicha institución se encargó de otorgar redescuentos en montos excepcionales, para así compensar a los bancos en problemas y amortiguar la enorme contracción monetaria que estaba teniendo lugar.

Al comienzo de los años treinta, Prebisch recurrió nuevamente al mecanismo del redescuento para contrarrestar la contracción de los depósitos bancarios (Prebisch, 1931a), esta vez autorizando a la Caja de Conversión a descontar papeles sin necesidad de contar con el respaldo en oro. Si bien la medida trajo alivio, los problemas del sistema financiero argentino eran demasiado complejos. Al menos dos grandes bancos estaban completamente quebrados (el Hogar Argentino y el Banco Argentino Uruguayo), había bancos que tenían más préstamos irregulares que capital (el Banco Español del Río de la Plata) y el Banco Nación había perdido buena parte de su capital (Dosman, 2008, cap. 5, p. 98). Eventualmente, fueron necesarias intervenciones de mayor envergadura para resolver la crisis del sistema bancario.

---

<sup>7</sup> En general, el Banco Nación operó como prestamista de última instancia, pero dentro de los escasos márgenes que le concedían las regulaciones vigentes y la estructura de su hoja de balance. Entre otras limitaciones, el banco tenía límites para financiar al tesoro e intervenir en el mercado secundario de títulos de deuda pública (Salama, 1998). Para implementar el redescuento, se necesitó de una normativa especial que se encargó de expandir el margen de maniobra del banco.

Para sanear al sistema financiero, además de un conjunto de políticas que reanimaran la actividad (que se comenzaron a tomar a partir de 1933), se necesitaba de una intervención quirúrgica que removiera los elementos infectados y preservara los elementos sanos. Con tal fin, se estableció el Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias, que comenzó a operar durante 1936. Financiado con las ganancias de capital asociadas a la devaluación del peso tras la suspensión de la convertibilidad, el Instituto se ocupó de incorporar los préstamos incobrables a su hoja de balance, colaborando con la liquidación de los bancos insolventes (Gerchunoff y Machinea, 2015). La institución vio la luz junto con el Banco Central y fue el fruto de la ley bancaria aprobada en 1935, la cual involucró una reforma completa del sistema financiero.<sup>8</sup> Con anterioridad, una firma bancaria era tratada como cualquier otra, por ejemplo, a los fines prácticos de implementar los procedimientos de bancarrota. La nueva ley creó procedimientos específicos y estableció criterios de supervisión y regulación macroprudencial, fijando, entre otras cosas, ratios mínimos de liquidez y capital, los que antes eran decididos libremente por los bancos.

Además de tener una participación clave en las iniciativas para construir un nuevo marco regulatorio y diseñar una institución para implementar el salvataje de los bancos en problemas, Prebisch participó en procesos de reestructuración de la deuda, cuya carga se había elevado notablemente por la deflación. Con anterioridad a la reforma del sistema de control de cambios y al lanzamiento del “Plan de Acción Económica Nacional” (iniciativas que discutimos en las secciones 3 y 4), se reestructuró la deuda privada hipotecaria y la deuda pública. En el primer caso, los cupones fueron recortados, cayendo del 7%-6% al 5%, mientras que los plazos de amortización fueron extendidos, elevándose desde los 5-6 años hasta los 30 años. En el segundo caso, la tasa de interés fue recortada desde 6%-5% al 4%, también logrando extender el plazo de amortización hasta alcanzar los 30 años. Durante 1937, el Banco Central recompró parte de la deuda externa, la cual también había sido reestructurada con anterioridad y por iniciativa del propio Prebisch (1934, en particular las pp. 294-296).

En síntesis, durante la década de 1930 Prebisch tuvo a su cargo la reorganización del sistema financiero doméstico, para lo que recurrió a medidas de diversa índole. Además de participar de forma decisiva en la confección del proyecto para crear el Banco Central, recurrió a medidas que incluyeron desde el rescate de bancos hasta la reestructuración de la deuda pública, privada y externa, pasando por la redacción de su propio puño y letra de una nueva normativa bancaria.

### **3. El control de cambios**

Otra de las iniciativas que lleva la marca registrada de Prebisch fue la organización del sistema de control de cambios. Tras la salida de la 1ra. Guerra Mundial, la economía nacional se recuperó rápidamente, pero lo cierto es que el comercio mundial enviaba señales de agotamiento, al tiempo que la expansión de la agricultura y la ganadería pampeana evidenciaban un menor dinamismo que a comienzos del Siglo XX. Esto no impidió que, dentro de un contexto de relativo auge, las autoridades reabrieran la Caja de Conversión durante 1927.

---

<sup>8</sup> Discutimos algunos detalles de la operatoria del Banco Central de la República Argentina más adelante, en la Sección 4.

Pocos sospechaban que se avecinaba una tormenta. Al poco tiempo nuestro país comenzó a enfrentar serias dificultades externas y para 1929 hubo que suspender nuevamente la convertibilidad. Todavía era posible acceder libremente al mercado de cambios, pero la Caja de Conversión ya no estaba obligada a vender o comprar oro a cambio de pesos a una paridad fija. Con la salida de Inglaterra del Patrón Oro, se incrementó la incertidumbre y la presión sobre el mercado cambiario argentino se intensificó, por lo que las autoridades locales no tuvieron más remedio que restringir el acceso al mercado de cambios. Durante octubre de 1931, nuestro país adoptó el control de cambios.

Prebisch estuvo estrechamente involucrado en la administración del sistema de control de cambios, al cual modificó en función de la coyuntura, del aprendizaje que estaba teniendo lugar en la práctica y del rol que él fue ocupando en las distintas esferas del gobierno.<sup>9</sup> Primero, Prebisch intervino desde la Subsecretaría de Hacienda, luego como asesor del vicepresidente Roca (hijo) con licencia del Banco Nación en la misión comercial que viajó a Inglaterra y como asesor conjunto de los Ministros de Hacienda (Pinedo) y Agricultura y Ganadería (Duhau) y, finalmente, como Gerente General del Banco Central. Además de influir de forma decisiva de la orientación de los controles, Prebisch fue participe de la política de relaciones bilaterales con nuestros socios comerciales. El ejemplo más conocido sin duda es su vinculación con la misión que culminó con la firma del tratado Roca-Runciman el 1.º de mayo de 1933 (y luego extendido por diversos arreglos hasta 1956). Sin muchas opciones, las autoridades argentinas intentaron proteger las exportaciones de carnes enfriadas y congeladas, ante la intención del gobierno británico de privilegiar a los países del "Commonwealth". A cambio de mantener las cuotas en el mercado de carnes, la Argentina les otorgó a las empresas inglesas acceso privilegiado al mercado de cambios y condiciones arancelarias relativamente favorables.<sup>10</sup>

La firma de convenios bilaterales fue un instrumento adicional para enfrentar la escasez de divisas en un contexto de inconvertibilidad de la mayor parte de las monedas, al desestimular las compras de países con los que Argentina tenía déficit comercial (principalmente los Estados Unidos) y estimular aquellas en donde existía superávit. Dado que nuestro país se vio forzado a redirigir el comercio fuera del área del dólar, Prebisch intentó mejorar la relación con los Estados Unidos y sugirió la creación de una asociación que permitiera ingresar a dicho mercado productos manufactureros argentinos de baja complejidad (como calzados, prendas de vestir y alimentos), con el fin de

---

<sup>9</sup> El sistema de control de cambios involucró inicialmente la intervención de diversos organismos, como la Aduana, la Oficina de control de cambios y el Ministerio de Hacienda (que hoy sería el Ministerio de Economía). Una vez creado el Banco Central en 1935, la estructura administrativa del control de cambios quedó mayoritariamente bajo la órbita de dicha institución.

<sup>10</sup> El tratado fue objeto de una intensa polémica sobre cuán favorable resultó para las partes (véase Drosdoff, 1971; Fodor y O'Connell, 1973; Alhadeff, 1985). A los fines del presente trabajo interesa destacar la solución del problema de los saldos bloqueados que, como destacamos más adelante, fue un paso previo para la reforma del sistema de control de cambios que tuvo lugar en 1933. Adicionalmente, Prebisch impulsó la firma de una gran cantidad de acuerdos bilaterales con diversos países, incluyendo Chile (28 de mayo de 1933, 3 de junio de 1933 y 2 de julio de 1935), Italia (26 de septiembre de 1933 y 4 de marzo de 1937), Brasil (10 de octubre de 1933), los Países Bajos (31 de enero de 1934), Alemania (28 de septiembre de 1934), España (29 de diciembre de 1934), Uruguay (30 de diciembre de 1935), Rumania (14 de agosto de 1936), Austria (27 de agosto de 1936), Perú (3 de febrero de 1937), Checoslovaquia (20 de mayo de 1937), Noruega (19 de octubre y 12 de noviembre de 1937), Hungría (24 de diciembre de 1937), Francia (18 de febrero de 1938), Polonia (31 de agosto de 1938), Lituania (25 de noviembre de 1938) y Dinamarca (18 de abril de 1939). Véase Drosdoff (1971, p. 153).

impulsar el intercambio bilateral. Así nació la Corporación para la Promoción del Intercambio, institución que fue concebida junto con el Plan Pinedo (el cual no se concretó) y tuvo muy efímero éxito a comienzos de los años cuarenta. El mini-boom de exportaciones de manufacturas a los Estados Unidos fue un fenómeno pasajero asociado a la desaparición de la oferta europea por el estallido de la 2da. Guerra Mundial (ver Bellini, 2012).

La primera etapa del control de cambios cubrió el período que comprende entre 1931 y 1933.<sup>11</sup> Durante esos dos años reinó la urgencia y la improvisación. Es importante repetir que desde el Ministerio de Hacienda encabezado por Alberto Hueyo, se creía fervientemente que la recuperación de la crisis mundial estaba a la vuelta de la esquina. Ante la falta de una mejor opción y con la esperanza de que las medidas serían algo transitorio, se optó por racionar severamente el acceso a las divisas. Se privilegiaron las importaciones consideradas esenciales, en desmedro de otros rubros como remesas de inmigración, turismo, giro de dividendos y otras actividades consideradas no esenciales. Inicialmente, el tipo de cambio oficial se fijó en 11,45 pesos la libra esterlina y tras una ligera corrección, se lo llevó a 12 pesos.

Si bien este esquema generó inicialmente un cierto alivio, también sentó las bases para la emergencia de un mercado negro por donde se realizaban las operaciones que no estaban permitidas en el mercado oficial. La existencia del mercado negro dificultó la administración del sistema de control de cambios, porque su operatoria era extremadamente difícil de regular e inhibía el ingreso de capitales por el mercado oficial.<sup>12</sup> Además, como se les permitió a los importadores adquirir bienes sin exigir permisos previos para importaciones, se sobre estimularon las compras en el exterior y se acumuló una importante deuda de corto plazo.

A partir de 1933, tras la salida de Hueyo del Ministerio de Hacienda, Prebisch pasó a ocupar el papel de asesor conjunto de Pinedo y Duhau (responsables de las áreas de economía y de agricultura y ganadería, respectivamente). En su nuevo rol, Prebisch se encargó de reformar el sistema de control de cambios, atacando los problemas que tenía el sistema original, el cual era demasiado rígido e ineficiente. Cabe aclarar, las modificaciones tuvieron lugar en un entorno internacional que comenzaría a mostrarse algo más favorable para la economía nacional, al menos en comparación con los años anteriores.<sup>13</sup> Por otra parte, el desdoblamiento formal fue posible gracias a la resolución del problema de los saldos en libras que habían quedado bloqueados, para lo que se obtuvo un empréstito en libras como parte del tratado Roca-Runciman (Alhadeff, 1985).

---

<sup>11</sup> El propio Prebisch describe la evolución del sistema de control de cambios en base a cinco etapas (ver Prebisch, 1944b).

<sup>12</sup> "Finalmente, se desarrolló, como tenía que suceder, el mercado negro de cambios, la bolsa negra. Todo aquel que no podía lograr el cambio necesario para pagar íntegramente su importación, o para remitir el pago de servicios, o para hacer remesas particulares, en seguida se encontró con que algún exportador o negociante estaba dispuesto a venderle divisas en la bolsa negra. O alguien que quería remitir dinero a la Argentina, invertir capital, también vendía divisas a precios altos en el mercado clandestino. Y así vimos el desarrollo rápido del mercado negro, con todas las consecuencias, muy desfavorables, que tiene este fenómeno. En primer lugar, la competencia desleal: el importador que espera quedar en condiciones inferiores que el importador impaciente que acude al mercado negro. El exportador que vende cambio en el mercado oficial lo está con relación a aquel otro que vende una parte en el mercado negro, y así se va propagando este procedimiento y afectando hondamente al régimen de control, haciéndole perder la autoridad indispensable, sin la cual un sistema de esta naturaleza no puede aplicarse eficazmente" (Prebisch, 1944b, p. 17).

<sup>13</sup> A partir de 1933 y hasta 1937, los precios de exportación -y los términos del intercambio- mejoran sensiblemente (ver O'Connell, 2001, p. 59).

El nuevo sistema fue implementado combinando una depreciación del tipo de cambio oficial, que llevó la cotización hasta los 15 y 17 pesos por libra para las exportaciones tradicionales y las importaciones, respectivamente, con la creación de un nuevo mercado libre donde la cotización era algo mayor. A la diferencia entre el tipo de cambio exportador e importador Prebisch la denominó el "margen de cambio". El margen le permitió al gobierno argentino obtener recursos que luego se utilizarían, por ejemplo, para cubrir la operatoria de las juntas reguladoras de productos agrícolas. La brecha entre el tipo de cambio libre y el exportador se mantuvo controlada y su nivel osciló entre 20 y el 30%, según el momento que se considere.

Por el mercado oficial se cursaban operaciones de importación, siempre que se las hubiera autorizado previamente, subastando las divisas necesarias para llevar a cabo las transacciones. Los ingresos por exportaciones tradicionales también debían liquidarse en este mercado, dentro de un plazo razonable. En el mercado libre se realizaron las restantes operaciones. Adicionalmente, como se establecían valores a liquidar por producto, las autoridades contaron con algún margen de discreción para otorgarle a los exportadores la posibilidad de vender una fracción de las divisas en el mercado libre. Este instrumento de política tenía similares efectos a los de una ligera devaluación o revaluación.

El Banco Central se reservaba el derecho de intervenir discrecionalmente en el segmento libre del mercado de cambios. Esto le permitía a las autoridades regular los ciclos de euforia y pánico que se traducían en subas o bajas de la cotización y alteraban la brecha entre el tipo de cambio oficial y el libre. Como describiremos en la sección 4, el Banco Central aprovechó el período de bonanza que tuvo lugar entre 1936 y comienzos de 1937 para acumular reservas y atenuar las presiones revaloratorias. Luego enfrentó las salidas de capitales vendiendo las reservas previamente acumuladas, morigerando la suba en el tipo de cambio libre.

Hacia finales de la década, tuvo lugar una nueva ronda de presiones sobre el mercado de cambios. Aunque el desempeño exportador fue razonablemente bueno dado el contexto, una parte importante de los ingresos por exportaciones consistían en monedas no convertibles libremente. Lo cierto es que la economía nacional necesitaba desesperadamente bienes de capital que en aquel entonces solo podían importarse de los Estados Unidos. Lógicamente, para esto hacían falta dólares.<sup>14</sup> En tal contexto, los ingresos de capitales de otras plazas financieras presionaron hacia la apreciación cambiaria, pero como no había forma de traducir dichos ingresos en bienes de capital, se reconfiguró el sistema de restricciones. Se desmantelaron la mayor parte de las regulaciones y los permisos previos para la importación, pero se estableció un requisito de conformidad previa que se aplicaba al 100% de los ingresos de capitales de corto plazo. Cuando los fondos ingresaban, el tenedor le comunicaba al Banco Central el destino de los fondos y la entidad respondía si aprobaba o rechazaba su petición. Si ocurría lo segundo, dichos fondos debían quedar depositados, sin percibir intereses y sin poder utilizarse por un período de como mínimo noventa días (ver Prebisch, 1944b, p. 33).

---

<sup>14</sup> Por esta razón, Prebisch se ocupó personalmente de gestionar en Washington créditos del Eximbank.

En síntesis, aunque el sistema de control de cambios distó de ser perfecto, le permitió a la Argentina enfrentar la oleada de devaluaciones competitivas y la contracción del comercio global que fue fruto de la crisis y de la imposición de barreras arancelarias y no arancelarias. Las regulaciones permitieron morigerar los efectos nocivos asociados a la caída de los términos del intercambio y las salidas de capitales, posibilitando la implementación de políticas contracíclicas, al expandir el margen de maniobra de las autoridades en materia fiscal y monetaria. Prebisch fue modificando el sistema de controles, conforme la coyuntura y el accionar de los participantes del mercado iban aprovechando los huecos que las regulaciones dejaban sin cubrir.

#### **4. Las política fiscales, monetarias y cambiarias contracíclicas**

Inicialmente, las medidas económicas impulsadas para enfrentar la crisis fueron concebidas en consonancia con el diagnóstico de que los problemas eran pasajeros. En materia fiscal, el principal objetivo era ajustar el presupuesto para garantizar el pago de la deuda externa, sentar las bases para el restablecimiento de la confianza y eventualmente reestablecer la convertibilidad de la moneda nacional lo antes posible. La ortodoxia en materia finanzas públicas era considerada fundamental para sostener la convertibilidad de la moneda dado que, en ausencia de equilibrio fiscal, la inflación resultante acabaría por socavar el sistema de paridades cambiarias fijas, elevando los puntos de exportación e importación del oro.

Aunque Prebisch miraba la ortodoxia económica con cierto escepticismo y se había percatado de que los fuertes desequilibrios del balance de pagos no podían resolverse exclusivamente mediante el equilibrio presupuestario (Prebisch, 1932), inicialmente defendió la necesidad de un ordenamiento fiscal. Consecuentemente, como Subsecretario de Hacienda, dispuso un recorte de los salarios de los empleados públicos y elevó los aranceles, en ambos casos en un 10%. Pero como la economía argentina no daba signos de recuperarse, Prebisch debió impulsar modificaciones más profundas para alcanzar el equilibrio presupuestario.

Debido a que el sistema impositivo argentino por aquel entonces estaba mayoritariamente basado en impuestos al comercio exterior, la recaudación impositiva se había desplomado como consecuencia de la baja en las cantidades y los precios de los productos que se exportaban e importaban. Para compensar la pérdida de recaudación era indispensable crear nuevos gravámenes. Durante el primer gobierno de Yrigoyen (1916-1922), se había intentado sin éxito implementar un impuesto a los altos ingresos para hacer frente a la delicada situación de las finanzas públicas durante la 1ra. Guerra Mundial (ver Gerchunoff, 2016, cap. 3).

A comienzos de 1932, aun en el cargo de Subsecretario de Hacienda, Prebisch convenció personalmente al general Uriburu (el presidente de facto) de que era indispensable equilibrar el presupuesto para evitar la inflación. Rápidamente, formuló un proyecto basado en un impuesto a los altos ingresos inspirado por el sistema australiano (que Prebisch estudió en una visita durante 1923) y la ley chilena. Si bien el proyecto contempló tímidas alícuotas (que no superaban el 5% o el 6% de los ingresos gravados) que recayeron sobre inmuebles, ingresos profesionales y algunos bienes, cumplió su cometido y saneó las cuentas públicas.

Poco tiempo después, Prebisch admitió que promover la austeridad en un contexto recesivo era un error. En 1933 tuvo la oportunidad de diseñar un audaz programa de recuperación económica que contemplaba una política fiscal expansiva que posibilitó una vigorosa recuperación económica.<sup>15</sup> El “Plan de Acción Económica Nacional” fue impulsado por las carteras de Hacienda y Agricultura y Ganadería que encabezaban Pinedo y Duhau, y permitió expandir la demanda agregada mediante un ambicioso programa de obras públicas, la creación de la marina mercante y el otorgamiento de beneficios para desempleados y sectores de bajos ingresos. También en el marco de dicho plan, se crearon las juntas reguladoras para los granos y la carne, las que intervenían adquiriendo excedentes agrícolas a precios sostén, aliviando la situación de los productores.<sup>16</sup>

El lanzamiento del Plan de Acción Económica Nacional coincidió con la reforma del sistema de control de cambios descrita en la sección 3, consistente en la formalización del mercado negro y la devaluación del tipo de cambio oficial, de 12 pesos por libra a 15 y 17 pesos (para exportadores e importadores, respectivamente). Los ingresos que se obtuvieron por el “margen de cambio” (la diferencia que obtuvo la Oficina de Control de Cambios por vender divisas a los importadores un precio mayor al que las adquiría de los exportadores) compensaron el incremento de los gastos, que en términos reales fueron un 50% superiores a los de 1929 (Dosman, 2008, cap. 5, p. 92). El Gráfico 1 resume la evolución de las cuentas de la administración pública nacional (excluye provincias y municipios) durante el período 1920-1943. Se puede observar el incremento del déficit por estallido de la crisis hacia finales de los años 1920s, el intento por restablecer el equilibrio del presupuesto que tiene lugar entre 1930 y 1932 fruto de las iniciativas en materia tributaria y la política de gastos más ortodoxa, y la política más expansiva que se adoptó desde 1933 en adelante.<sup>17</sup>

---

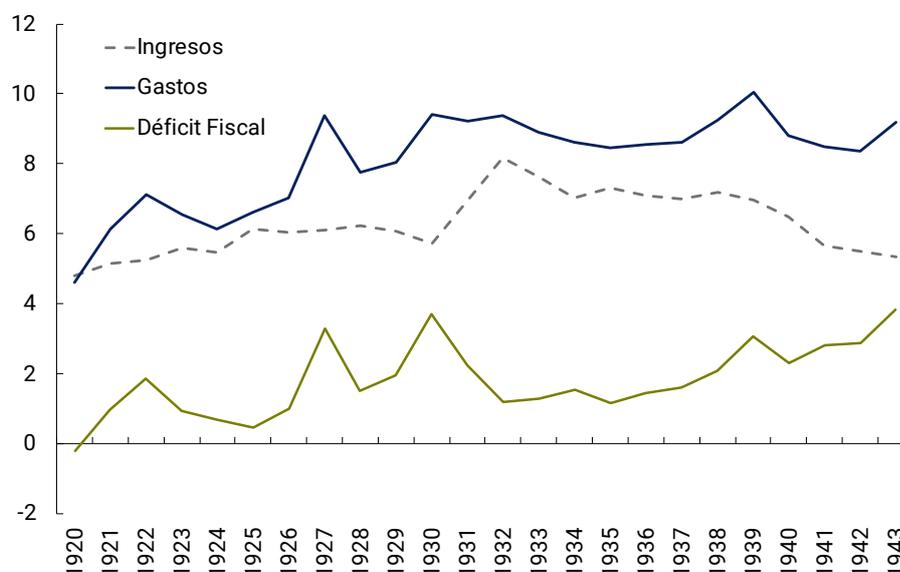
<sup>15</sup> En 1933 Prebisch leyó con gran entusiasmo los cuatro famosos artículos que Keynes habría escrito para el “The Times”, conocidos como “Los Medios para la Prosperidad” (Keynes, 1933), en los que se abogaba por políticas fiscales expansivas para combatir el desempleo. Prebisch tenía una profunda admiración por Keynes y fue el primero en ofrecer una interpretación de su obra en castellano (Prebisch, 1947). No obstante, siempre fue crítico de algunos aspectos de la Teoría General (en particular del multiplicador y de la teoría de la tasa de interés) y de la falta de espíritu crítico de sus seguidores (ver Pérez Caldentey y Vernengo, 2016).

<sup>16</sup> Las juntas reguladoras fueron bastante utilizadas en países de la región. En la práctica, este tipo de iniciativas podían implicar destruir los sobrantes de “commodities” para estabilizar su precio, en el caso del Brasil el precio internacional del café, lo cual no es muy diferente de construir pirámides o enterrar botellas con dinero para que el sector privado las desentierre.

<sup>17</sup> Si bien la reducción de los ingresos tributarios es ligera y no supera los 0,5 puntos porcentuales de 1929 a 1930, el mayor peso de los intereses de la deuda externa explica el importante incremento del gasto como fracción del producto bruto interno.

**Gráfico 1 | Ingresos, gastos, saldo primario y saldo financiero de la Administración Pública**

(como porcentaje del PBI, 1920-1943)



Fuente: Elaboración propia en base a Ferreres (2010).

Hacia comienzos de la década de 1940, cuando todavía era Gerente General del Banco Central, Prebisch diseñó el proyecto de lo que es popularmente conocido como el “Plan Pinedo”, cuyo título original era “Programa de Reactivación de la Economía Nacional” (ver Prebisch, 1940). Aunque el Plan se asocia con el nombre de Pinedo, quien se encargó de defenderlo personalmente ante el Congreso, no cabe duda por los testimonios de sus amigos y personas cercanas de que fue obra de la pluma de Prebisch con la ayuda de sus colaboradores (Dosman, 2008, p. 124).

El Plan Pinedo contempló la utilización de políticas fiscales y monetarias expansivas, principalmente bajo la forma de obra pública y créditos a tasas bajas avalados por el Banco Central. El Plan tenía el objetivo explícito de sostener al agro y apoyar a la industria, pero con el cuidado de impulsar exclusivamente aquellas ramas que tuvieran encadenamientos directos con los sectores tradicionales. El Plan Pinedo no se llegó a implementar, fundamentalmente porque no contó con el aval político de la oposición, pero también porque la coyuntura económica se mostró más favorable de lo esperado, lo que lo tornó redundante.<sup>18</sup> A diferencia de lo que ocurrió tras estallar la 1ra. Guerra Mundial, la economía argentina transitó el segundo conflicto bélico de escala global sin que se contrajera la actividad ni se elevara el desempleo.

El otro gran hito en la implementación de políticas contracíclicas involucró a la política monetaria y cambiaria. En la Argentina de los años treinta se necesitó crear una institución especialmente dedicada a tal fin. El Banco Central de la República Argentina representó la culminación de distintos intentos de administrar las repercusiones domésticas de la Gran Depresión, así como un esfuerzo

<sup>18</sup> Con relación a este último punto, el sector externo mostró un interesante desempeño asociado al dinamismo de las exportaciones manufactures que reemplazaron la producción europea en los Estados Unidos (Llach, 1984, pp. 528-534).

por unificar distintas iniciativas y los elementos dispersos de regulaciones financieras existentes bajo una sola institución, combinando atribuciones de la Caja de Conversión, el Banco de la Nación Argentina y el sistema de control de cambios.

Recordemos que el Banco Nación tenía ciertas facultades para operar como prestamista de última instancia, pero con importantes limitaciones que se tornaron evidentes durante la crisis. Prebisch consideraba que modificar la normativa para que el Banco Nación se transformase en el Banco Central era una mala idea, porque hubiese resultado sumamente incómodo para el resto de los bancos comerciales, los que habrían quedado bajo la regulación de su antiguo competidor. Se requería de una institución completamente nueva que reuniera bajo un mismo techo los distintos organismos que ejecutaban la política monetaria y cambiaria.

El proyecto que se concretó en 1935 no fue la primera iniciativa para crear el Banco Central. El antecedente más directo tuvo lugar a comienzos de la década de 1930, cuando el aquel entonces Ministro de Hacienda (Alberto Hueyo), en nombre del gobierno argentino, le había pedido asesoramiento al Banco de Inglaterra. Se envió, en carácter de experto, a Sir Otto Niemeyer en una misión para confeccionar un borrador con los principales lineamientos. El proyecto de Niemeyer estaba alineado con los diversos intentos provenientes de la iniciativa de los países centrales, los que, desde el fin de la 1ra. Guerra Mundial, buscaban crear instituciones que permitieran economizar oro. Tal es así que el proyecto de Niemeyer estaba más en sintonía con las “reglas del juego” que con la implementación de una política contracíclica.<sup>19</sup> De haberse adoptado la propuesta de Niemeyer, el Banco Central hubiese tenido que ajustar mecánicamente las condiciones financieras domésticas en función del saldo del balance de pagos, elevando las tasas de interés ante la salida de fondos.<sup>20</sup>

El proyecto que Prebisch bosquejó durante un muy intenso 1934 por encargo de Pinedo, tomó algunas ideas del proyecto de Niemeyer, pero introdujo importantes modificaciones, tales como la posibilidad de adoptar un control de cambios (algo que ya estaba ocurriendo) y la existencia de mayores grados de libertad para ajustar la tasa de interés doméstica. También contemplaba requisitos de reserva menos exigentes para los bancos comerciales y restringía las tenencias de reservas en divisas, para proteger las arcas del Banco Central de las devaluaciones de las principales monedas.

La institución que diseñó Prebisch apuntaba claramente a implementar una política contracíclica, la que se puso en práctica rápidamente.<sup>21</sup> Hacia mediados de la década, la economía argentina se benefició de la sequía que afectó el norte del continente americano, generando una mejora notoria

---

<sup>19</sup> La expresión “reglas del juego” hace alusión a una serie de normas implícitas, al menos en la teoría, que describen cómo se supone que funcionaba el patrón oro. Según McKinnon (1993), dicha expresión fue utilizada por Keynes, aunque no lo hizo de manera sistemática, ni ofreció una lista de las reglas.

<sup>20</sup> Además, Niemeyer ignoraba la crítica situación que atravesaba el sistema financiero argentino. Cuenta el propio Prebisch (Magariños, 1991, pp. 112-118) que el proyecto de creación del Banco Central que Hueyo le había encargado a Sir Otto Niemeyer no contemplaba el saneamiento de los bancos ni la creación del Instituto Movilizador de Inversiones Bancarias.

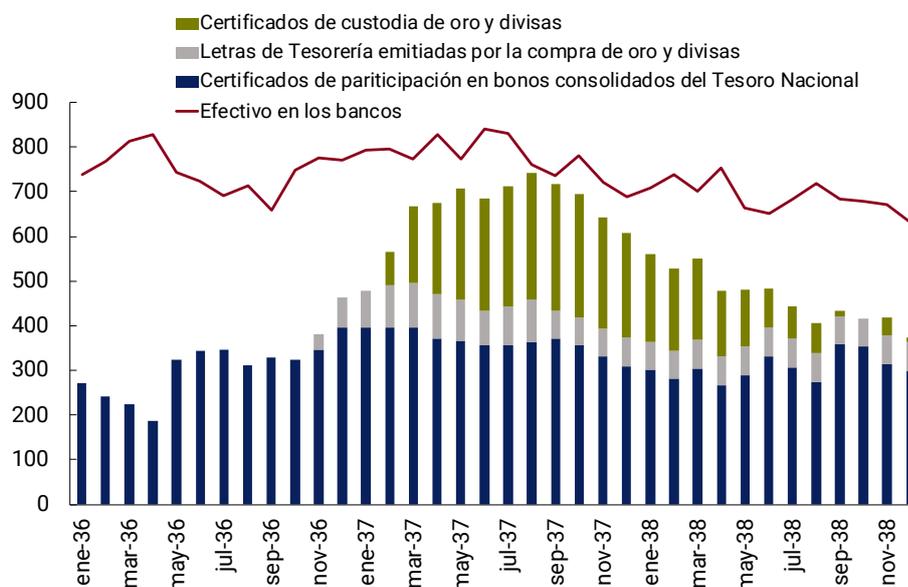
<sup>21</sup> Dada su juventud, Prebisch no fue el presidente del Banco Central de la República Argentina, cargo que ocupó Ernesto Bosch. No obstante, fue nombrado gerente general, por lo que sobre sus espaldas recayó la obligación de conducir la política del banco, elegir a su personal y redactar algunos fragmentos de sus memorias anuales.

del precio de los productos de exportación. Como suele ser la norma, el abultado saldo comercial vino acompañado por importantes ingresos de capitales de corto plazo. El Banco Central aprovechó entonces para acumular reservas mediante la intervención esterilizada en el segmento libre del mercado de cambios (Prebisch, 1944c).

La idea era implementar una política que consistía en acumular reservas y evitar la apreciación excesiva del tipo de cambio libre, mientras que se mitigaba la expansión desmedida del crédito doméstico. Dicha política habría de sentar las bases para morigerar la depreciación del tipo de cambio libre y suavizar la contracción del crédito cuando las cuentas externas se tornasen deficitarias (Prebisch, 1936; 1938), lo que efectivamente ocurrió durante 1937.<sup>22</sup>

La política monetaria y cambiaria contracíclica se resume en el Gráfico 2, el cual ilustra la expansión de la hoja de balance del Banco Central de la República Argentina y el efectivo en los bancos comerciales, entre 1936 y 1938. Se puede observar que, mientras el efectivo en los bancos permaneció relativamente estable, el Banco Central vendió primero una pequeña cantidad de títulos que la institución obtuvo con motivo de su creación (los “certificados de participación en bonos consolidados del Tesoro Nacional”) y luego adquirió cantidades crecientes de reservas internacionales a cambio de activos remunerados (los “certificados de custodia de oro y divisas”). Estas operaciones cumplieron con el fin de evitar la expansión de la liquidez en la fase de auge (abril 1936 - agosto 1937). En la fase de contracción (desde septiembre de 1937), el Banco Central vendió reservas para evitar que el tipo de cambio libre se depreciara excesivamente (manteniéndose entre los 16 y los 19 pesos por libra).

**Gráfico 2 | Instrumentos de esterilización y efectivo en los bancos, 1936-1938**  
(millones de pesos moneda nacional)



Fuente: Elaboración propia en base a Prebisch (1938).

<sup>22</sup> Adicionalmente, el Banco Central rescató parte de la deuda externa y recurrió a la disuasión moral como forma de evitar la excesiva expansión del crédito durante la fase de auge.

El Banco Central también intervino de forma decisiva para contrarrestar el pánico financiero que tuvo lugar en la bolsa argentina durante 1939 y 1940, fruto de la desconfianza motorizada por el estallido de la 2da. Guerra Mundial. Nuestro país se convirtió en un refugio para los capitales europeos que huían de la guerra, por lo que la tendencia se revirtió y eventualmente se implementó un impuesto a los ingresos de fondos de corto plazo (como discutimos en la sección 3).

La intervención durante el ciclo de auge y contracción entre 1936 y 1938 y la contención del pánico generado por el inicio de la guerra iban en contra de las “reglas del juego” del Patrón Oro. Dichas reglas constituían una serie de pautas tácitas de conducta que presumiblemente rigieron el funcionamiento de la política monetaria. A pesar de ello, las violaciones a las “reglas” eran recurrentes en las economías centrales incluso durante los años dorados del Patrón Oro.<sup>23</sup>

Fruto de sus reflexiones sobre las fallas del Patrón Oro, Prebisch se convenció de que la Argentina necesitaba diseñar las instituciones que le permitieran defenderse de las presiones desestabilizadoras que emanaban de la economía global, intentando emular el accionar de los países centrales. En otras palabras, para mejorar su desempeño económico, nuestro país necesitaba instituciones para ir en contra de las “reglas del juego”. Cuando dichas instituciones comenzaron a funcionar, el resultado fue razonablemente bueno. Gracias al conjunto de las políticas implementadas durante los años treinta, la economía argentina se desempeñó mucho mejor que, por ejemplo, Canadá, Estados Unidos y Europa, recuperándose más rápido de la Gran Depresión que los países de altos ingresos, exceptuando Australia (Díaz-Alejandro, 1970, cap. 2).

El éxito de la política contracíclica fue reconocido ampliamente y transformó a Prebisch en un economista muy conocido en el continente.<sup>24</sup> Le permitió eventualmente entablar una estrecha amistad con Robert Triffin, a quien conoció durante su visita al Banco de México y con quien colaboró en las misiones cuyo objetivo era la de reformular sistemas de control de cambio en varios países de América Latina y la de diseñar bancos centrales.

Prebisch contribuyó con las misiones a Guatemala, Paraguay y Venezuela e incluso estuvo a punto de formar parte del Fondo Monetario Internacional durante sus primeros años de vida. Como esta posibilidad no se materializó, debido a un viraje en las relaciones diplomáticas entre Argentina y Estados Unidos, Prebisch finalmente aceptó el ofrecimiento para dirigir la CEPAL (Dosman, 2008, cap. 8).

---

<sup>23</sup> Se ha documentado que los Bancos Centrales de las principales potencias operaban muy a menudo en contra de dichas reglas durante el inestable período de entreguerras (Nurkse, 1944), pero también antes de la 1ra. Guerra Mundial, en el período durante el cual se presume que el Patrón Oro funcionó correctamente (Bloomfield, 1959; 1936).

<sup>24</sup> “... it is the Argentine which affords the most striking example of cyclical neutralization in both boom and recession during the years 1936-38” y, también, “Thanks to the neutralization policy the expansion in bankers’ cash, deposits and currency circulation in 1936/1937 had been moderate in comparison with the boom in the export trade and the influx of funds. In the same way the contraction in domestic credit during 1937/1938 was slight in comparison with the reversal in the balance of foreign payments” (Nurkse, 1944, p. 85).

## 5. Conclusiones

La mayoría de las iniciativas de política macroeconómica de la década de 1930 tienen el sello de Raúl Prebisch. Éstas fueron el fiel reflejo de una profunda reflexión sobre los eventos que afectaron a la economía argentina durante los años veinte y treinta, que Prebisch pudo observar desde su posición privilegiada en los distintos cargos que ocupó.

El eje que recorre todas las medidas es el reconocimiento de que las economías como la Argentina, exportadoras de materias primas, importadoras de bienes de capital e integradas al sistema financiero global, están altamente expuestas a condiciones sobre las que no se puede incidir desde nuestro país. La respuesta de política doméstica se basó en el reconocimiento de que, recetas tales como dejar que los precios o las tasas de interés se encarguen por sí solas de reequilibrar las cuentas externas y sostener el pleno empleo, eran inefectivas ante buena parte de los choques que afectaban a nuestro país. Encontrar una solución superadora requirió del diseño de una serie de instrumentos e instituciones que permitieron implementar una política contracíclica integral, aprovechando los momentos de expansión para generar el colchón que amortigüe la caída en los momentos de contracción.

Tanto los conceptos que Prebisch manejaba (vinculados con la vulnerabilidad de las economías periféricas), como los instrumentos e instituciones creadas por él, han sido redescubiertos recientemente por distintas ramas de la literatura económica, así como por los hacedores de política de las distintas economías que lograron disminuir la vulnerabilidad ante los diferentes choques que se originan en la economía global. En el caso Latinoamericano de las últimas dos décadas, la combinación de medidas de regulación macroprudencial, las restricciones a los movimientos de capitales y la acumulación de reservas internacionales posibilitaron, en contextos de endeudamiento razonable, cuentas públicas sostenibles e inflación bajo control, utilizar la política fiscal, monetaria y cambiaria para hacer frente a las coyunturas críticas, como la Crisis Financiera Global o la pandemia asociada al nuevo Coronavirus COVID-19. A diferencia de las crisis que afectaron a los emergentes durante la década de los noventa, esta vez América Latina está mucho mejor equipada para hacer frente a las coyunturas críticas.

Nuestro país está claramente en desventaja en comparación con la mayor parte de la región, porque enfrenta el desafío extra de construir y reforzar las instituciones y los instrumentos que posibiliten alcanzar la estabilidad macroeconómica, como base para encarar un proceso de desarrollo sostenible e inclusivo. La experiencia de los años treinta nos deja reflexiones importantes para el presente e incluso provee un caso concreto de reforma del sistema en un contexto que comenzaba a mostrar algunas señales de alivio (si se lo compara con la etapa más grave de la Gran Depresión, a comienzos de la década de 1930).

El reemplazo realizado por Prebisch en 1933 de un esquema cambiario bastante rígido y restrictivo por uno más flexible, que combinó un mercado oficial controlado y un mercado libre en donde el Banco Central intervino activamente, nos brinda algunas pautas para el presente. En particular, Prebisch destacó como limitaciones fundamentales del control de cambios en su primera etapa la

inevitable aparición de un mercado negro en donde no era posible intervenir y a la presión que ejercen los importadores sobre el tipo de cambio oficial.

La reformulación del actual sistema de regulaciones cambiarias y los pasos concretos a seguir para reestablecer el margen de maniobra para la política fiscal, monetaria y cambiaria, deberían considerarse a la luz de ese tipo de experiencia, obviamente salvando las diferencias y en particular, contemplando las limitaciones asociadas a un contexto de mayor apertura comercial y financiera y los menores grados de libertad que provienen de los convenios y la normativa de las instituciones financieras internacionales.

Dos elementos de la coyuntura en la que se enmarcó la reforma cambiaria deben ser tenidos en cuenta. En primer lugar, hay que recordar que el contexto internacional comenzaría a mostrarse algo más favorable hacia finales de 1933, particularmente en materia de precios de exportaciones, lo cual seguramente colaboró con el éxito de las medidas. La segunda cuestión es que existía, previo al desdoblamiento del mercado de cambios en un segmento oficial con dos cotizaciones y uno libre, un importante saldo de fondos bloqueados en el sistema financiero doméstico que buscaba salida desesperadamente. La solución requirió de una compleja ingeniería financiera, que se negoció como parte del polémico tratado Roca-Runciman y que permitió dar una solución al problema que constituían estos fondos. Sin algún tipo solución, el segmento libre del mercado de cambios se hubiese visto desbordado, comprometiendo el éxito de la reforma.

## Referencias

- Alhadeff, P. (1985); "Dependencia, historiografía y objeciones al Pacto Roca", *Desarrollo Económico*, 25(99), pp. 447-458.
- Bellini, C. (2012); "Industrial Exports and Peronist Economic Policies in Post-War Argentina", *Journal of Latin American Studies*, 44(2), pp. 285-317.
- Bloomfield, A. (1959); *Monetary policy under the international gold standard, 1880-1914*, New York.
- Bloomfield, A. (1963); "Short-Term Capital Movements under the Pre-1914 Gold Standard", *Princeton Studies in International Finance*, 11.
- Calvo, G. (1998); "Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops", *Journal of Applied Economics*, 1(1), pp. 35-54.
- CEPAL (2020); "Report on the economic impact of coronavirus disease (COVID-19) on Latin America and the Caribbean", CEPAL, Santiago de Chile.
- Díaz-Alejandro, C. (1970); *Essays on the economic history of the Argentine Republic*, Michigan, MPublishing.
- Dosman, E. (2008); *The Life and Times of Raúl Prebisch 1901-1986*, McGill-Queen's University Press.
- Drosdoff, D. (1971); *El gobierno de las vacas (1933-1956)*, Ediciones La Bastilla.
- Ferrerres, O. (2010); *Dos Siglos de Economía Argentina*, El Ateneo.
- Fiszbein, M. (2011); "Vulnerabilidad externa y desarrollo: Los aportes de Prebisch al pensamiento económico", *Ensayos Económicos*, 63, pp. 149-194.
- Fodor, G. y A. O'Connell (1973); "La Argentina y la economía atlántica en la primera mitad del siglo XX", *Desarrollo Económico*, 13(33), pp. 3-65.
- Ford, A. (1962); *The gold standard, 1880-1914: Britain and Argentina*, Oxford University Press.
- Gerchunoff, P. (2016); *El eslabón perdido. La economía política de los gobiernos radicales (1961-1930)*, Buenos Aires: Ensayo/Edhasa.
- Gerchunoff, P. y J. Machinea (2015); "Circulando en el laberinto: la economía política de la salida del patrón oro en la Argentina (1929-1933)", *Revista de la CEPAL*, 117, pp. 109-126.
- Horsefield, J. (1944); "The Origins of the Bank Charter Act, 1844", *Económica*, 11(44), pp. 180-189.
- Llach, J. (1984); "El plan pinedo de 1940, su significado histórico y los orígenes de la economía política del peronismo", *Desarrollo Económico*, 23(9), pp. 515-558.
- Magariños, M. (1991); *Diálogos con Raúl Prebisch*, Fondo de Cultura Económica.
- McKinnon, R. (1993); "The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective", *Journal of Economic Literature*, 31(1), pp. 1-44.
- Nurkse, R. (1944); *International currency experience*, League of the Nations.

O'Connell, A. (1984); "Argentina into the Depression: Problems of an Open Economy", en Thorp, R. (ed.), *Latin America in the 1930s: The Role of the Periphery in World Crisis*, New York: St. Martin's Press.

O'Connell, A. (2001); "El regreso de la vulnerabilidad y las ideas tempranas de Prebisch sobre el ciclo argentino", *Revista de la CEPAL*, 75, pp. 53-67.

Pérez Caldentey, E. y M. Vernengo (2012); "Portrait of the economist as a young man: Raúl Prebisch's evolving views on the business cycle and money, 1919-1949", *CEPAL Review*, 106, pp. 7-21.

Pérez Caldentey, E. y M. Vernengo, (2016); "Reading Keynes in Buenos Aires: Prebisch and the Dynamics of Capitalism", *Cambridge Journal of Economics*, 40(6), pp. 1725-1741.

Prebisch, R. (1931A); "Redescuento", en Prebisch (1991).

Prebisch, R. (1931b); "Proyecto de Creación de un Banco Central", en Prebisch (1991).

Prebisch, R. (1932); "La Acción de Emergencia en el Problema Monetario", en Prebisch (1991).

Prebisch, R. (1933); "La Producción Rural y el Mercado de Cambios", en Prebisch (1991).

Prebisch, R. (1934); "Perturbaciones del Equilibrio del Balance de Pagos", en Prebisch (1991).

Prebisch, R. (1936); "Las Funciones Regulatoras del Banco Central", en Prebisch (1991).

Prebisch, R. (1938); "La Absorción Monetaria y el Problema Cíclico", en Prebisch (1991).

Prebisch, R. (1940); "El Plan de Reactivación de la Economía Nacional", en Prebisch (1991).

Prebisch, R. (1944a); "El Patrón Oro y la Vulnerabilidad Económica de Nuestros Países", en Prebisch (1991).

Prebisch, R. (1944b); "El Control de Cambios en la República Argentina", en Prebisch (1991).

Prebisch, R. (1944c); "La Política Monetaria Interna", en Prebisch (1991).

Prebisch, R. (1944d); "Teorías de los Movimientos Internacionales del Oro", en Prebisch (1993).

Prebisch, R. (1947); Introducción a Keynes, Fondo de Cultura Económica.

Prebisch, R. (1991); Obras 1919-1949, Vol. I-III, Buenos Aires, Fundación Raúl Prebisch.

Prebisch, R. (1993); Obras 1919-1949, Vol. IV, Buenos Aires, Fundación Raúl Prebisch.

Rey, H. (2015); "International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma", *IMF Economic Review*, 64(1), pp. 6-35.

Rodríguez, O. (2001); "Prebisch: Actualidad de sus ideas básicas", *Revista de la CEPAL*, 75, pp. 41-52.

Salama, E. (1998); "El orden monetario argentino en las primeras décadas del siglo XX", *Económica*, 45, pp. 359-401.