

FACULTAD LATINOAMERICANA
DE
CIENCIAS SOCIALES

PROGRAMA DE MAESTRÍA EN ECONOMÍA
ESPECIALIZACIÓN POLÍTICA ECONÓMICA

LA POLÍTICA ECONÓMICA DEL
BANCO CENTRAL DEL ECUADOR:
CICLOS RECESIVO Y EXPANSIVO DE POLÍTICA MONETARIA
Y CONTROL DEL TIPO DE CAMBIO:
1927-1937

Julio Oleas Montalvo

Quito, julio de 1995.

FACULTAD LATINOAMERICANA
DE
CIENCIAS SOCIALES

PROGRAMA DE MAESTRÍA EN ECONOMÍA
ESPECIALIZACIÓN POLÍTICA ECONÓMICA

LA POLÍTICA ECONÓMICA DEL
BANCO CENTRAL DEL ECUADOR:
CICLOS RECESIVO Y EXPANSIVO DE POLÍTICA MONETARIA
Y CONTROL DEL TIPO DE CAMBIO:
1927-1937

Julio Oleas Montalvo

DIRECTOR: Dr. Heraclio Bonilla

Quito, julio de 1995.

ÍNDICE GENERAL

1.INTRODUCCIÓN.....	5
2. FASE RECESIVA: TIPO DE CAMBIO FIJO, LIBRE MOVILIDAD DE CAPITALES Y APERTURA COMERCIAL.	
2.1. PATRÓN ORO Y POLÍTICA MONETARIA RECESIVA : 1927 - 1930.....	10
2.2. LA POLÍTICA FISCAL : UN FALLIDO INTENTO ORTODOXO.....	25
2.3. FLUJOS DE BIENES Y CAPITAL, Y CRISIS MUNDIAL.....	31
3. FASE EXPANSIVA: CONTROLES CAMBIARIOS Y DE CAPITAL E INFLACIÓN.	
3.1. MEDIDAS DE EMERGENCIA Y CRISIS MUNDIAL.....	50
3.2. CONTROLES A LOS FLUJOS DE CAPITAL Y DE BIENES, Y EXPANSIÓN MONETARIA.....	58
3.3. RESTRICCIÓN EXTERNA Y FLOTACIÓN CONTROLADA DEL TIPO DE CAMBIO.....	72
3.4. ESPECULACIÓN CAMBIARIA E INFLACIÓN.	84
4. CONCLUSIONES.....	98
5. ANEXO A DATOS ESTADÍSTICOS Y COMENTARIO A SU NATURALEZA Y LIMITACIONES.....	114
6. BIBLIOGRAFÍA.....	146

2. FASE RECESIVA: TIPO DE CAMBIO FIJO, LIBRE MOVILIDAD DE CAPITALES Y APERTURA COMERCIAL.

2.1. PATRÓN ORO Y POLÍTICA MONETARIA RECESIVA : 1927 - 1930.

El 10 de agosto de 1927 se fundó en Quito el Banco Central del Ecuador, uno de los más caros logros de la Revolución Juliana. Quince días más tarde se estableció la Sucursal Mayor en Guayaquil y en los meses siguientes se abrieron varias sucursales. La euforia de un futuro promisorio embargaba el ánimo de casi todos:

... la obra redentora, la obra de los expertos científicos está en sus leyes; la única manera de realizarla, es cumplirla lealmente, escrupulosamente, en todas y cada una de sus partes, hasta en sus mínimos pormenores... He ahí el deber que comprende todos los demás: intentos limpios, actividad en las gestiones, cristalina transparencia y brillantez en los procedimientos, enderezados a un solo propósito: la realización de la obra redentora, mediante el cumplimiento estricto de la ley que la establece.¹

El "paquete" de soluciones dejadas por Edwin W. Kemmerer y su equipo de consultores, que incluía además la reforma fiscal, la creación de una superintendencia bancaria, una contraloría, una dirección general de aduanas y la reforma de varias leyes civiles y penales,² se consideraba, aparentemente sin mayor sentido crítico por parte de las 'personas versadas en finanzas', como la panacea científica para aliviar los males económicos y políticos dejados por la "bancocracia":

Bien conocidos son por todos, y en sus menores detalles, los deplorables extremos a que se había llegado, hasta crear aquella situación anárquica de los cambios sobre el extranjero, de la desvalorización creciente de nuestra moneda, de la desenfrenada emisión de billetes bancarios, del desbarajuste de la Hacienda Pública, del crédito nacional en absoluta ruina, de la sumisión de los poderes del Estado a ciertos círculos que se imponían a los gobernantes mediante procedimientos onerosísimos para la Nación, y, por último, y para resumirlo todo, de la atroz bancarrota de todos los valores, sigilada con arbitrios cada vez más inescrupulosos y con la ficción de una prosperidad que se basaba en la invasión del mercado con los billetes bancarios de curso forzoso.³

Devaluación monetaria, emisión descontrolada, déficit fiscal, eran algunos de los pecados que, según Secundino Sáenz de Tejada, Ministro de Hacienda de la dictadura de Isidro Ayora, serían redimidos por las nuevas instituciones. De hecho, el camino había sido iniciado antes de la llegada de la Misión Kemmerer, cuando el 23 de junio de 1926 se prohibió a los bancos particulares

efectuar nuevas emisiones de billetes y se transfirió el oro y la plata que respaldaba la emisión descentralizada a la Caja Central de Emisión.⁴ Esta institución asumió el derecho exclusivo de emisión con un respaldo mínimo en oro y plata del 25 por ciento de la circulación; la adquisición, custodia y conservación de la reserva metálica y fiduciaria; y la adquisición de oro o giros oro para incrementar el respaldo de sus billetes, entre otras prerrogativas. Para los consultores norteamericanos “el establecimiento de la Caja Central de Emisión y Amortización por el Gobierno MERECE APLAUSO como una medida preparatoria para la creación de un Banco Central.”⁵ Aunque -continuaban los expertos- las circunstancias financieras mundiales eran tan graves que resultaba indispensable el establecimiento de un Banco Central modelado “sobre los bancos centrales del mundo.”⁶ Lo que había hecho la sapiencia criolla estaba bien, pero la curación total requería una medicina mucho más severa, opinaron los ‘científicos’.

Esa medicina fue el restablecimiento del “talón de oro” (patrón oro), en forma simultánea a la fundación del Banco Central. Los objetivos de la nueva institución, aparentemente de derecho privado, con dos tipos de accionistas (los bancos y el público), y un directorio de nueve miembros que, supuestamente, debía actuar con absoluta independencia de los poderes del Estado, eran: a) emisión; b) estabilización del tipo de cambio; c) fijación de las tasas de interés; y d) prestamista de última instancia.

Con el patrón de oro los objetivos del Banco Central asumían implicaciones específicas, tal vez no percibidas en su totalidad, tras más de trece años de moratoria.⁷ Nuevamente los billetes en circulación podían ser canjeados en oro (amonedado, en barras, en monedas de oro norteamericanas o británicas, o en cheques sobre Nueva York o Londres, con un castigo no mayor a seis centavos de dólar⁸). La circulación estaba compuesta de billetes emitidos por los bancos autorizados y por la Caja Central de Emisión y Amortización, los mismos que serían reemplazados con nuevos billetes convertibles, o con oro o giros oro.⁹ Unificados de esta manera los medios de pago, se esperaba ofrecer al público un panorama claro para seguir el comportamiento de un único valor monetario admitido en el territorio nacional.¹⁰ El valor del sucre quedó fijado en 0,300933 gramos de oro fino, equivalente a un quinto del contenido de oro fino del dólar norteamericano de entonces.¹¹ Esto significó una devaluación del 41.1 por ciento, y la definitiva alineación de la economía ecuatoriana a la norteamericana.

Los agentes económicos, se auguraba, se beneficiarían de una moneda estable. Sin embargo, el concepto de estabilidad de la época era algo diferente del actual, pues una deflación cercana al 20 por ciento anual durante el primer

año de operación del Banco Central parecía un problema de importancia secundaria.¹²

La primera crítica que enfrentaron los gestores de la nueva institución fue la fijación de la paridad cambiaria, precio extremadamente sensible en una economía dependiente de sus exportaciones agrícolas. La paridad cambiaria se fijó en cinco sucres por dólar. Los científicos explicaron que esta cifra tenía dos ventajas: por un lado, evitaba un injusto beneficio para los acreedores externos; y, por otro, impedía que los exportadores percibieran menos sucres por sus exportaciones. Además Kemmerer defendió su parecer justificándolo en el monto de billetes en circulación que era casi de cuarenta millones de sucres, suficientes para el “actual volumen de negocios en el país, a un valor oro de 20 centavos de dólar, más o menos, por sucre.”¹³ Con este razonamiento, se explicaba que

Si se elevara el valor oro de 20 centavos de dólar a 25 centavos (de 5 a cuatro sucres por dólar) es probable que el país no necesitaría más de las cuatro quintas partes de la moneda actual para la misma cantidad de negocios, en términos de sucres, que en la actualidad se efectúan, porque entonces necesitaría solamente cuatro sucres para igualar un dólar, mientras que ahora necesita cinco; y, por consiguiente, 32 millones de sucres representarían el mismo valor oro representado en la actualidad por cuarenta millones de sucres.¹⁴

Un tipo de cambio de cuatro sucres por dólar habría provocado una fuerte deflación inicial, hasta reducir el circulante a solo 32 millones de sucres, mediante la presentación de los billetes excedentes en las ventanillas del Banco Central, para ser canjeados por oro o giros oro. Esto se comprende mejor si se explicita que el valor oro del sucre estaba fijado por la Ley de Monedas en 0.300933 gramos de oro fino, o un quinto del valor oro del dólar. Si se establecía una paridad nominal a cuatro sucres por dólar, sin cambiar al mismo tiempo el contenido oro del sucre a 0,376166, es decir un cuarto del valor oro del dólar, se habría provocado una rápida fuga de reservas oro, *ceteris paribus*.

Este nivel cambiario, fijado rígidamente, constituía un claro beneficio al sector transable de la economía: exportadores que obtendrían de partida una ganancia adicional de 4 por ciento y deudores que verían reducirse en ese mismo 4 por ciento el valor real de sus obligaciones internacionales. Sin embargo otros sectores, especialmente asalariados, burocracia y jornaleros, inmediatamente percibieron el perjuicio: si en 1914 el jornal era de 1,20 sucres, equivalentes a 60 centavos de dólar oro, en 1927 ese mismo jornal valía 2 sucres, o sea 40 centavos de dólar oro, es decir 33,3 por ciento menos.

Las protestas no condujeron a nada, y el régimen juliano hábilmente se parapetó en el criterio de los técnicos norteamericanos para eludir su responsabilidad y aprobar la Ley de Monedas.¹⁵ Para el Ministro de Hacienda "una estabilización permanente a S/. 5 por dólar es el reconocimiento de la situación actual y hará posible la transición a un talón de oro legal, sin perturbaciones para la vida económica del país."¹⁶

Si más de un país define el peso de su moneda en oro, automáticamente se ingresa a un régimen de tipo de cambio fijo, en el cual los resultados de la balanza de pagos determinan las disponibilidades áureas y de documentos cambiarios llamados a constituir la reserva monetaria. Esta reforma habrá tomado por sorpresa a un país acostumbrado desde 1914 a distinguir claramente los resultados del comercio exterior de las necesidades internas.

El planteamiento teórico era que conforme se fuese girando sobre las reservas de oro se irían retirando de la circulación sumas equivalentes, de modo que la circulación se restringiría y mejoraría el valor adquisitivo de la moneda. En caso que las reservas disminuyeran demasiado, el Banco Central de Reserva podría corregir el déficit de la balanza de pagos al aumentar el redescuento y restringir el crédito. Esto disminuiría la actividad económica, restringiéndose las importaciones y atrayendo el capital. Así el "Gold Exchange Standard" aseguraba el equilibrio automático en la balanza comercial y por ende la estabilización del cambio.¹⁷

El primer *Boletín Mensual* del Banco Central explicó detalladamente el nuevo mecanismo. El dólar fluctuaría al interior de una franja de S/. 4,94 a S/. 5,06, denominados, respectivamente, los puntos de importación y exportación del oro. Si la tendencia era rebasar el punto de exportación, el oro sería exportado ventajosamente, indicando un exceso de circulante. En tal circunstancia, el Banco Central vendería divisas a S/. 5,06 por dólar, ilimitadamente y recibiría billetes que saldrían de circulación. Al mismo tiempo, si lo creía conveniente, podía elevar las tasas de interés, lo que

producirá el efecto usual de inducir a una gran parte de los bancos y del público a pagar los préstamos y descuentos del Banco Central, disminuyendo así aún más el total del medio circulante, pues, tales préstamos o redescuentos se pagan con billetes, que de este modo son retirados de la circulación.¹⁸

Por el contrario, si la tendencia era a la baja, el oro podría ser importado ventajosamente. El Banco Central compraría divisas en forma ilimitada, lanzando billetes a circulación. Al mismo tiempo, podría bajar el tipo de interés para fomentar los préstamos e incrementar más todavía los medios de

pago. Al ser el Banco Central el único ente emisor, cualquier persona con activos en el extranjero podría convertirlos inmediatamente a sures, sin necesidad de esperar la respectiva transferencia en metálico. De esta manera el circulante aumentaría hasta encontrar naturalmente el nivel de las necesidades internas, provocando simultáneamente la apreciación del tipo de cambio. En este sistema cuasi mecánico, las "necesidades internas" quedaban encadenadas al comportamiento del sector externo de la economía.

La tasa de interés (o tasa de descuento) era un objetivo intermedio para evitar que excesos o carencias de liquidez produzcan fluctuaciones perturbadoras de la franja predeterminada. El Central alzaría el interés cuando los negocios se hayan "acrecitado más allá del límite normal;... los bancos asociados estén prestando más de lo que requieren las justas exigencias de la estabilidad y desarrollo económico del país; o ... las reservas de oro del banco estén indebidamente agotándose..." Y bajaría los tipos de descuento cuando crea conveniente fomentar el uso del crédito, especialmente en época de cosechas, siempre que al mismo tiempo las reservas de oro del Banco sean muy superiores al 50 por ciento del total de billetes en circulación. La reducción de las tasas de interés operaría, de esta manera, solo cuando se presente una "verdadera necesidad en la agricultura, comercio o industria".¹⁹ Además,

El Banco Central está autorizado... a redescantar a los demás bancos su cartera comercial de primera clase, que incluye naturalmente documentos basados sobre operaciones de importación. No debe temerse, sin embargo, que exista, por lo tanto, el peligro: que de esta manera se llegue a fomentar una excesiva importación de mercaderías. Porque el Banco Central alzaría sus tipos de descuento tan pronto que comience a producirse una expansión excesiva del crédito bancario a favor de los importadores.²⁰

Este esquema, según la autoridad monetaria, aseguraba estabilidad para la agricultura, el comercio y la industria:

De hoy más, la moneda ecuatoriana tiene su valor fijo en los mercados extranjeros; y, por lo mismo, el cambio estable deja ancho campo a la agricultura, al comercio y a la industria para desarrollarse sin temor de que las alzas y bajas de las letras de cambio arruinen en pocos días los mejores cálculos, las más seguras previsiones...²¹

Para la gran mayoría, sin embargo, los tipos de interés se habían fijado en niveles excesivamente altos, que retraían la actividad económica. Mas la fijación de tasas preferenciales obligaría -dado el patrón oro- al Banco Central a girar sobre el exterior, vender sus divisas, y los billetes obtenidos de esta

forma dedicarlos a la concesión de préstamos, "que ya no serían de capital, sino de moneda de papel en marcha de desvalorización, porque se rompería el sistema en que se basa la estabilización de la moneda, si tal empeño hubiera de exagerarse."²² El Banco Central podía regular las tasas de interés, pero no estaba obligado a "garantizar que esas tasas han de ser bajas."²³

Igual sucedía con la política de crédito, como señalaba el asesor del Banco Central, E.B.. Schwulst, al referirse a la capacidad de prestar directamente al público: el objetivo no era fomentar la producción o el comercio, sino "capacitar al Banco Central para que mantenga el control necesario sobre la situación financiera del país",²⁴ es decir, lograr que el tipo de cambio se mantenga entre los puntos de exportación y de importación del dólar.

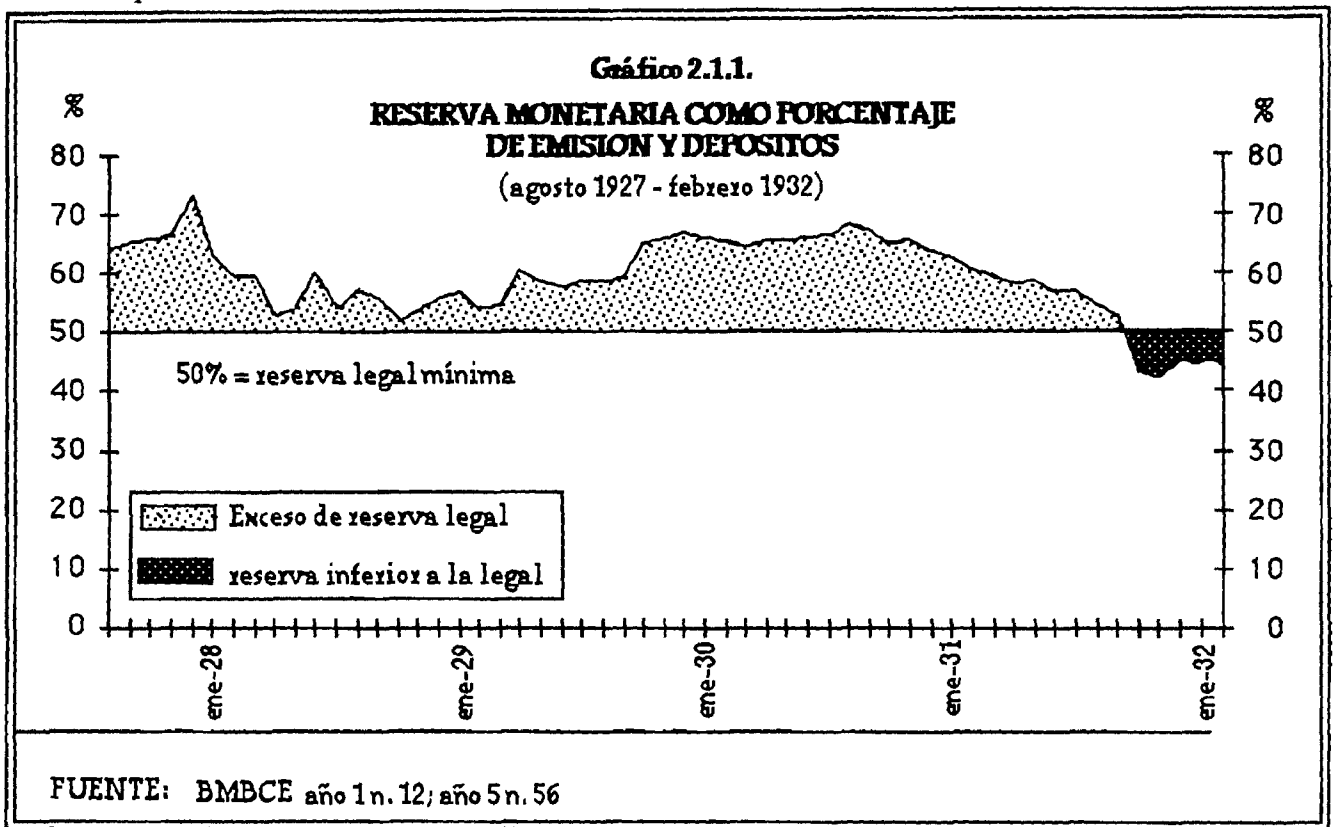
El crédito no podía incrementar el circulante; en el tercer *Boletín Mensual* se explicitaba claramente que

... la emisión de billetes no crea capital. El billete es simplemente un instrumento cómodo, representativo del capital ya existente, que nos sirve para cambiar una cosa por otra; o sea, para efectuar con facilidad la mayor parte de nuestras transacciones económicas, sobre la base de una misma unidad de valor. El capital no lo crea un banco. Los bancos sirven para ayudar al público a acumular capital, y para guardar en depósito los capitales que sus clientes tengan en exceso, hasta que dichos clientes los necesiten. Mientras tanto, los bancos prestan esos capitales a otros clientes, generalmente a plazos cortos.²⁵

Por lo tanto la moneda era un instrumento con dos funciones: unidad de valor y medio de cambio. Se pretendía, de esta manera, que la moneda solo serviría para el intercambio, pues incluso el crédito se limitaba al corto plazo. Imposibilitada de crear capital, la institución explicaba que "los capitales disponibles en el Ecuador aumentarán solo si el país ahorra, gastando menos de lo que produce... o si consigue atraer nuevos capitales del extranjero para inversiones permanentes."²⁶ El monopolio de emisión monetaria concedido por la Ley estaba claramente destinado a facilitar la circulación de bienes y servicios, en la medida que las disponibilidades de reservas lo permitiesen:

El Banco Central está obligado por la Ley, a mantener una *Reserva de oro* equivalente al 50% de sus depósitos y de sus billetes en circulación. Y a dicho porcentaje se le llama reserva legal *mínima*. Pero este 50% no significa realmente un *mínimum legal fijo*, sino que debe ser considerado como un *mínimum legal normal*, del cual no debe bajar el Banco Central sino cuando fuere realmente necesario.²⁷

Si bien el instituto emisor diferenciaba de la reserva legal una reserva "oro" y otra reserva "total,"²⁸ por mandato de su Ley constitutiva la emisión y depósitos siempre se relacionaron con la primera, la cual se mantuvo por sobre el mínimo requerido (50 por ciento), hasta que sorpresivamente el Banco de Inglaterra decretó el 21 de setiembre de 1931 la inconvertibilidad de sus obligaciones, lo que perjudicó casi en 7 millones de sucres a la reserva y, por causas exógenas incurrió en una situación financiera insostenible, que precipitaría al país en poco menos de cuatro meses al abandono del patrón monetario basado en el 'talón de oro.' El Gráfico 2.1.1. muestra el comportamiento del circulante y los depósitos como porcentaje de la reserva legal. Resalta la tendencia inestable que es de esperar en circunstancias en que la política estaba destinada a mantener un tipo de cambio fijo.



Los agentes económicos consideraban que la autoridad monetaria era extremadamente severa, pues el circulante escaseaba, mientras el margen de reservas era generalmente muy superior al mínimo legal.²⁹ Por su parte, el Banco Central negó siempre tal conducta, aduciendo que la contracción del circulante era causada por la incapacidad de la banca privada de recuperar sus "préstamos estancados" y por su renuencia a utilizar las facilidades de redescuento abiertas desde la creación del mismo.³⁰

Si bien la emisión siempre estuvo respaldada por las reservas, el problema en realidad no estaba en esa proporción, guardada celosamente, excepto

cuando el Banco de Inglaterra decidió la inconvertibilidad; el problema del circulante se explica por su rígido encadenamiento a la reserva legal que, en última instancia, no era sino la resultante del comportamiento del comercio exterior y, en especial, del rendimiento de las exportaciones de cacao y café, de los requerimientos de divisas para las importaciones y, como se verá, de la fuga de capitales. Si el cacao retrasaba su ingreso al Puerto, inmediatamente disminuían las disponibilidades de pago. En febrero de 1928, cuando la cosecha de cacao fue inferior en 36.135 quintales a la de similar fecha de 1927, la circulación disminuyó unos 2.500.000,00 sucres, que trataron de ser parcialmente compensados con un incremento de 747.958,69 sucres en la cartera del Banco Central.³¹

El primer año de funcionamiento del Banco se caracterizó por una persistente desaceleración: el transporte movilizado por el Ferrocarril Quito - Guayaquil era menor al de 1926 y 1927, mientras el promotor de la recesión se felicitaba de su política austera, pues

La reserva total se mantiene en un nivel bastante alto, pues, ha oscilado, en este último tiempo, entre 72,5% y 79%, lo que prueba que el Banco Central ha tenido gran cuidado de seguir las reglas clásicas de los bancos de emisión y que puede, en la actualidad, afrontar cualquier situación desfavorable que pudiera presentarse. Además, se observará... el incremento de las reservas provenientes de las compras de giros sobre el exterior. Dicha compra, en el período transcurrido desde la fundación del Banco, es decir, en un año tres meses, arroja un exceso sobre las ventas de más de S/. 11.000.000,00. Si, además, tenemos en cuenta que la situación bancaria general está entrando en una norma de regularidad cada vez más acentuada, y añadimos a esto las fuertes sumas que los bancos comerciales tienen en el exterior, veremos que nuestra moneda se halla en una situación de firmeza comparable solo con las mejores del mundo... El fin que el Banco [Central] persigue al acumular reservas tan fuertes es el de prestar a los bancos asociados, en caso de emergencia, todo el apoyo que requieran, y no el de emplear su poder de circulación arbitrariamente. Hacemos esta advertencia por cuanto no faltarán, personas que traten de ejercer presión para abaratar el crédito en vista de las fuertes disponibilidades del Banco.³²

En realidad, no era la reserva total, sino la legal, la que determinaba el volumen de medios de pago. Se incurre en otra precisión al pregonar un saldo favorable en la compra y venta de giros sobre el exterior que confundía en una sola categoría tanto las compras provenientes del comercio exterior, imputables a la balanza comercial, como otras provenientes de las transferencias de capital, imputables a la cuenta de capitales de la balanza de

pagos. La actitud contractiva del Banco Central hacía que prefiriera mantenerse con un respaldo más que seguro para atender los requerimientos de conversión de sus billetes por oro o giros oro, mientras la producción interna languidecía por falta de medios de pago y, sobre todo, de capitales. Luego de año y medio de operación se acepta que

Tratándose del Banco Central, lo primero que constatamos es una reducción, en cifras redondas, de seis millones de sucres en sus reservas. Esta disminución cuantitativa de las reservas no ha disminuido el porcentaje de ellas ni alterado la sólida situación del Banco, pues, han disminuido en proporción sus obligaciones, disminución debida a la demanda de giros que se ha mantenido casi todo el año muy superior a la oferta. Este exceso... no puede lógicamente atribuirse sino a un estado desfavorable de la balanza de cuentas.³³

El apego al libreto kemmeriano es evidente. La reducción de las reservas no parece inmutar a las autoridades, quienes mantienen la solidez del Banco Central a costa del recorte de sus obligaciones, es decir del medio circulante. Esto indica que cualquier explicación de las variaciones de la oferta monetaria durante la vigencia del patrón oro debe tomar en cuenta el comportamiento del sector externo de la economía. La consideración de factores puramente internos, como los medios de pago a disposición del público y los depósitos a la vista y a plazo mayor a treinta días, solo otorgan una explicación parcial del fenómeno. Para autores como Mike Hollihan el factor predominante en la contracción del medio circulante habría sido la acción desconfiada del público,³⁴ en un ambiente de extrema inestabilidad,³⁵ propicio para que el motivo precaución lleve a los agentes económicos a succionar al sistema la mayor cantidad posible de liquidez. Si bien las conclusiones de Hollihan son ambiguas, pues se debate entre la intención de la banca privada por mantener líquida la economía,³⁶ la falta de sensibilidad de la autoridad monetaria ante las quiebras de varias instituciones financieras,³⁷ el efecto contractivo imputable a la base monetaria y el ubicuo influjo del sector fiscal,³⁸ su análisis no considera un aspecto fundamental: los resultados alcanzados en el sector externo y la transmisión de ellos a través de la balanza de pagos, aspecto fundamental en un sistema de **patrón oro de cambio**. Es preciso, no obstante, resaltar el reconocimiento que se hace de la reducción de las posibilidades de control de los agregados monetarios, debido al objetivo fundamental de mantener un tipo de cambio estable.³⁹

Para mayo de 1929 la demanda de giros sobre el exterior era francamente superior a la oferta, lo que hacía mucho más difícil el seguimiento de los agregados monetarios:

Parece oportuno observar que el medio circulante (oro, plata, billetes y depósitos en el Banco Central), no sirve él solo para todas las transacciones, pues, la mayor parte de ellas, especialmente las de cierta importancia, se verifican por medio de cheques, y, en este caso, un aumento o disminución de dos o tres millones de sucre en el medio circulante tiene muy pequeña repercusión. Hay que tener en cuenta esta circunstancia para saber hasta donde puede un Banco Central contraer el circulante si se propone hacer efectivas sus tasas de descuento, y para formarse una idea clara del poder del Banco Central del Ecuador en el control del crédito, anotemos que al 31 de diciembre de 1927 la suma total de préstamos concedidos por los bancos de la República, exceptuando el Central, era de S/. 91'552.000, y en la misma época, los descuentos hechos por esta Banco sumaban S/. 2'121.000;...⁴⁰

Pero la eventual creación de medios de pago a cargo de la banca privada no preocupaba a la autoridad monetaria en cuanto podía constituir fuente de alteraciones de la capacidad adquisitiva de la moneda, sino en cuanto una liquidez mayor a la deseada era un serio riesgo para sus reservas, pues persistía la obligación de convertir billetes por oro o giros oro sobre el exterior. Comienza a mencionarse con insistencia la posibilidad de una crisis y que el Banco Central podía perder buena parte de sus reservas sin que la circulación y los depósitos disminuyan, pues si bien al aumentar la demanda de oro o giros oro disminuye el medio circulante, los bancos privados, en respuesta a imperiosas necesidades del mercado (básicamente para cubrir importaciones), podrían redescantar sus carteras para atender las demandas de letras. En estas circunstancias, el alza de las tasas de descuento bien podría no ser un arma suficiente.⁴¹ Además el mecanismo ya no parecía apropiado para todos. Así, en junio de 1929 la Asamblea Nacional requería al Presidente del Directorio del Banco Central, y antiguo funcionario del Commercial Bank de Guayaquil,⁴² Enrique Cueva, explicaciones sobre la subida de las tasas de descuento, cuando todos esperaban su descenso, para reflotar la contracción general:

Mediante esta acción uniforme de política [la elevación de las tasas de descuento], encaminada a seleccionar operaciones, el circulante, ya apreciablemente disminuido, seguirá contrayéndose; de tal manera que debilitada la capacidad de compra y, consiguientemente la de venta, sin billetes que presentar para el canje, la demanda de giros, o sea la salida de oro, decrecerá paralelamente. Al contrario, es posible que cuando la circulación llegue al mínimo de su límite -el requerido para las necesidades diarias de la vida- la avidez por billetes lance al mercado las letras que, por cualquier causa, hubieren sido acaparadas.

Si fenómenos o causas extrañas a nuestro radio de acción no influyen en contrario, no hay, por consiguiente, razón para temer, mediante la severa aplicación de estas medidas, impuestas ante el hecho evidente de la falla de las cosechas y la consiguiente deficiencia de exportación, que la estabilidad monetaria pueda peligrar.⁴³

En esa coyuntura, las circunstancias todavía permitían que las elevaciones simultáneas de la tasas de descuento y de cambios disminuyan la demanda de giros sobre el exterior (Véase Cuadro 1). Además, las autoridades consideraron que los dos años transcurridos desde la creación del Banco Central eran un período de aprendizaje más que suficiente, por lo que se imponía una selección más estricta de documentos. Estas medidas provocaron, para julio de 1929, un descenso de la oferta monetaria a 48.381.212,00 sucres (Véase Cuadro 2), cifra que causó alarma, por la disminución de facilidades de intercambio y por la consiguiente inestabilidad a la baja de los precios internos, pero que se hallaba "justificada por la necesidad de defender las reservas de oro ante la continuada y creciente demanda de letras."⁴⁴

En agosto de 1929 las reservas legales habían descendido a 28.921.724,00 sucres, obligando a que los billetes en circulación se contraigan a 31.081.953,00 sucres, es decir 7.150.851,00 sucres menos que en agosto de 1928. Mientras que la reserva legal había subido de 57,31 por ciento a 58,73 por ciento (Cuadro 3). El medio se convirtió, en este proceso, en finalidad excluyente de una institución cada vez más desvinculada de la crisis nacional:

No le incumbe al Banco Central el desenvolvimiento de las actividades generales del país. El Banco hará lo suficiente con mantener una circulación saneada, proteger sus reservas y satisfacer, sin prodigalidades de ninguna clase, legítimas necesidades de créditos destinados al incremento de la riqueza.⁴⁵

Al tratar de reducir su responsabilidad, el Presidente del Directorio del Banco Central, Enrique Cueva, destacaba la importancia del atesoramiento de especies monetarias en poder del público.⁴⁶ Pero Cueva no veía en este fenómeno implicaciones especulativas o de precaución.⁴⁷ Consideraba que el atesoramiento implicaba una disminución pura y simple de la velocidad de circulación, lo que en términos de la ecuación cuantitativa de Fischer, $MV = PT$, conducía al descenso del nivel de precios, habida cuenta de que la oferta monetaria se encontraba anclada a una reserva oro cada vez más disminuida por una balanza de pagos persistentemente adversa. En consecuencia,

La restricción del circulante no es causa inicial de que los negocios estén deprimidos, como generalmente se cree, sino efecto de la condición malsana de los mismos . Lo confirman en nuestro caso los siguientes hechos:

De los seis bancos existentes en la capital de la República, hay tres que tienen continuamente disponibilidades sobrantes para atender a las necesidades de su clientela y que no acuden, desde hace seis meses, a redescuentos en el Banco Central. Otro tanto ocurre en Guayaquil: hay tres instituciones, con amplios recursos, que no han acudido hasta ahora, ni una sola vez, a aquel para el redescuento de su cartera, todo lo que parece indicar que faltan negocios o que el público se ha readaptado a las condiciones que dominan, verificándose así el lento y penoso proceso de reajuste.

Por su parte, el Banco Central tiene establecidas tasas módicas de interés para obligaciones originadas en la exportación y para aceptaciones bancarias,... contra el cual el Instituto Emisor está listo, en cualquier instante, a lanzar billetes... [el subrayado es nuestro]⁴⁸

Pero en realidad esas "tasas módicas de interés" duplicaban la rentabilidad agrícola.⁴⁹ Llama la atención el primer párrafo de esta cita, que implica una lectura de derecha a izquierda de la ecuación de Fischer, pues al disminuir el volumen de transacciones (causa del fenómeno), debe restringirse la oferta monetaria (efecto del fenómeno).⁵⁰ La dicotomía clásica era bien aprovechada por la autoridad monetaria:

La decadencia de los negocios ha venido siendo algo verdadero y, por consiguiente, innegable; pero no causada por la política del Banco Central del Ecuador, que, al contrario, ha evitado que se ahondara la crisis y ha impedido que a los males de ésta derivados, se sumaran los más graves todavía del crédito injustificado y de la prosperidad ficticia. La referida decadencia se ha debido al desmedro de nuestras exportaciones, venidas a menos en su valor en los momentos mismos del doloroso reajuste de toda nuestra economía a las nuevas modalidades provenientes de la salvadora estabilización monetaria, que ha tenido, naturalmente, que afectar por modo adverso, por lo menos, las situaciones basadas en el desbarajuste económico que veníamos padeciendo desde 1914, encubierto por falsos indicadores de prosperidad.⁵¹

La crítica consideraba que existía un "obstinado empeño en mantener un alto porcentaje de reservas que en nada beneficia a la economía nacional," lo que fue desvirtuado mediante una comparación de varias instituciones:

	1928	1929	1930
Banco de la República de Colombia	101,56 %	94,80 %	84,45%
Banco Central del Chile	110,95%	96,58%	88,04%
Banco Central de Bolivia		94,92%	96,47%
Banco Central del Ecuador	77,37%	79,57%	80,73%

Y, además, insistiendo en que un porcentaje alto de reservas garantizaba la estabilidad monetaria, "o sea el deber de redimir, en cuanto lo soliciten, sus billetes con oro o giros oro, obligación a la cual están subordinadas todas las demás..."⁵² criterio que ilustró la política monetaria hasta febrero de 1932.

¹ Discurso del primer Presidente del Banco Central, Neptalí Bonifaz Ascásubi, representante de la agricultura serrana y futuro candidato a la presidencia de la República. BOLETÍN MENSUAL DEL BANCO CENTRAL DEL ECUADOR [en adelante BMBCE], año 1 n. 1, (agosto de 1927), p. 23.

² Linda Alexander Rodríguez (1985), p. 143. Existe traducción al castellano de una parte de esa obra en "La reforma bancaria de la Revolución Juliana y sus secuelas económicas, 1927-1937," en REVISTA ECUATORIANA DE HISTORIA ECONÓMICA , año 1 n. 2 (segundo semestre de 1987), p. 36.

³ INFORME QUE EL MINISTRO DE HACIENDA, CRÉDITO PÚBLICO, BANCOS, MINAS, COMERCIO Y MARCAS DE FABRICA, PRESENTA A LA NACIÓN: 1925-1928. (1928) Quito, Talleres Tipográficos Nacionales , p. 1.

⁴ En total se transfirieron S/. 10'604.314,75 en reservas oro: 24,23% del Banco del Ecuador, 35,04% del Banco Comercial y Agrícola, 27,36% del Banco del Pichincha, 6,96% del Banco del Azuay, 3,11% del Banco de Descuento y 3,26% de la Compañía de Crédito Agrícola e Industrial. Véase Linda Alexander Rodríguez (1985), p. 134. Y S/. 828.404,70 en monedas de plata: 66,27% del Banco del Ecuador, 15,12% del Banco Comercial y Agrícola, 13,32% del Banco del Pichincha, 5,2% de la Cía. de Crédito Agrícola e Industrial y 0,08% del Banco de Descuento. BMBCE, año 1 n. 2 (setiembre de 1927).

⁵ BOLETÍN DE HACIENDA n. 5 (octubre de 1928), p. 23.

⁶ Ibid., p. 24.

⁷ El 6 de agosto de 1914 el Presidente Leonidas Plaza dictó un decreto ejecutivo conocido como "Ley Moratoria" que suspendía el cambio de oro por parte de los bancos, prohibía la exportación de oro y proporcionaba garantía gubernamental a los billetes en circulación de los bancos Comercial y Agrícola y del Ecuador (S/. 5'000.000,00 y S/. 3'000.000,00 respectivamente). Esta norma, inicialmente concebida para regir durante treinta días, estuvo en vigencia por trece años. Véase Lois Crawford de Roberts, EL ECUADOR EN LA ÉPOCA CACAOTERA: RESPUESTAS LOCALES AL AUUGE Y COLAPSO EN EL CICLO MONOEXPORTADOR, (1980). Quito, Editorial Universitaria, pp. 150-151.

⁸ Luis A. Carbo, "Las funciones principales del Banco Central del Ecuador" , BMBCE, año 1 n. 1, (agosto de 1927), p. 9.

⁹ Luis A. Carbo (1927), pp. 8-9.

¹⁰ BMBCE, año 1 n. 1 (agosto de 1927), pp. 4-5.

¹¹ Luis Alberto Carbo, "Apéndice II: El patrón oro y la unidad de valor," en HISTORIA MONETARIA Y CAMBIARIA DEL ECUADOR DESDE LA ÉPOCA COLONIAL, (1978), Quito , Banco Central del Ecuador, p. 495.

¹² La discusión contemporánea asimila en forma unánime el concepto de estabilidad monetaria al de estabilidad de precios o control de la inflación. Véase, a manera de ejemplo, John W. Crow, "Monetary Policy and the Control of Inflation", en CENTRAL BANKING ISSUES IN EMERGING MARKET-ORIENTED ECONOMIES, Symposium Series, (1990), Federal Reserve Bank of Kansas City, pp 9-20.

¹³ Luis A. Carbo (1978), p. 497.

¹⁴ Ibid., p. 498.

¹⁵ Rebeca Almeida, KEMMERER EN EL ECUADOR, (1994), Quito, Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales Sede Ecuador, Serie Tesis - Historia, p. 93.

16 INFORME QUE EL MINISTRO DE HACIENDA, CRÉDITO PÚBLICO, BANCOS, MINAS, COMERCIO Y MARCAS DE FABRICA, PRESENTA A LA NACIÓN: 1925-1928. (1928), Quito, Talleres Tipográficos Nacionales , pp. 20-21.

17 Roxanne Cheesman, "Política de reactivación económica en la crisis de 1929", en Heraclio Bonilla (editor), LAS CRISIS ECONÓMICAS EN LA HISTORIA DEL PERU, (1986), Lima, Centro Latinoamericano de Historia Económica y Social & Fundación Friedrich Ebert, 2a. edición, p. 285.

18 Luis A. Carbo (1927), pp. 12-13. Nótese que al incremento de la tasa de interés se asocia la cancelación de los préstamos, la cual al efectuarse con billetes reduce el circulante. En la actualidad la causalidad sería diferente: una subida de las tasas de interés provocaría el incremento de los niveles de ahorro; por otro lado, habría que considerar la posibilidad de intervención de la autoridad monetaria por medio de operaciones de mercado abierto.

19 Luis A. Carbo (1927), p. 10.

20 Ibid., p. 13.

21 De esta manera se ufanaba el Presidente del Directorio del Banco Central, Neptalí Bonifaz Ascásubi, por el logro alcanzado. Un cambio fijo evitaría las expectativas generadas por la especulación cambiaria. Pero, ¿era lo suficientemente robusta la estructura exportadora del país? BMBCE año 1 n.2 (set. 1927), p. 2. Véase además Luis A. Carbo (1927), p. 14, para quien un cambio estable evitaría la fuga de capitales en busca de mercados más seguros. Al mismo tiempo, esa misma estabilidad atraería la inversión extranjera, indispensable para la producción agrícola y el fomento del transporte.

22 BOLETÍN DE HACIENDA n.5 (octubre de 1928), p. 27.

23 Ibid., p. 28.

24 BMBCE, año 1 n. 3 (octubre de 1927), p. 5.

25 Ibid., p. 9.

26 Ibid., p. 10.

27 Ibid., p. 14.

28 Tal vez el objetivo más plausible al publicar estas tres modalidades de reservas era tratar de influir positivamente en el ánimo de los agentes económicos, en circunstancias en que la cuenta corriente era persistentemente desfavorable.

29 BMBCE, año 1 n. 4 (noviembre de 1927), p. 12.

30 Este es el parecer de E.B. Schwulst, asesor técnico del Banco Central, para quien la ignorancia e incompetencia de la banca ecuatoriana eran plausibles. Sin embargo, Schwulst olvida factores muy importantes, como la propensión al atesoramiento que pudo tener el público, debido a la desconfianza en el nuevo sistema monetario. BMBCE, año 1 n. 4 (noviembre de 1927), p. 5.

31 BMBCE, año 1 n. 8 (marzo de 1928), pp. 3-4.

32 BMBCE, año 2 n. 16 (noviembre de 1928), p. 5.

33 BMBCE, año 2 n. 18 (enero de 1929), p. 5.

34 Mike Hollihan, "El medio circulante y la economía ecuatoriana en los años treinta," REVISTA ECUATORIANA DE HISTORIA ECONÓMICA, año 3 n. 6 (segundo semestre de 1989), pp. 15-86.

35 El Banco Central se fundó con veintiún instituciones asociadas con un capital y reservas que sumaban, por el monto de la suscripción de acciones, S/. 31'800.606. Las acciones suscritas en el Banco Central ascendieron a S/. 4 '771600. Para mayo de 1929 los bancos asociados se habían reducido a diecisiete, con un aporte de acciones tipo "A" de solo S/. 3'353.100, lo que representaba un capital pagado más reservas de dichos bancos de s/. 22'354.000. Gran parte de la disminución se debía a la liquidación del Banco Comercial y Agrícola, que por sí solo restaba más de S/. 7'000.000 al sistema. Otras instituciones que desaparecieron fueron la Unión Bancaria, la Sociedad General de Crédito, G.L. Chanange y la casa Gallegos y Riofrío. Posteriormente seguirían el mismo camino la Sociedad Bancaria del Chimborazo, la casa bancaria Cornelio Marchán de Cuenca, en 1930 la Comercial Bancaria y Comisiones, y en 1931 el Banco Lucindo Almeida de Ibarra y el Banco del Ecuador. Mientras tanto, hasta abril de 1929

la suscripción de acciones por parte del público había aumentado en S/. 1'134.500, lo que debía considerarse, según los funcionarios del Central, como una prueba irrefutable de confianza en la nueva institución. BMBCE, año 2 n. 21 (abril de 1929), año 3 n. 31 (febrero de 1930), año 4 n. 46 (mayo de 1931) y año 4 n. 47 (junio de 1931); INFORME QUE EL MINISTRO DE HACIENDA, CRÉDITO PÚBLICO, BANCOS, MINAS, COMERCIO Y MARCAS DE FÁBRICA PRESENTA A LA NACIÓN (julio 10 de 1930), Quito, Talleres Tipográficos Nacionales, pp. 62-66.

³⁶ Hollihan (1989), p. 45.

³⁷ Hollihan (1989), p. 51. Desde el punto de vista de la autoridad monetaria, la reducción de las entidades bancarias privadas se percibía como un incremento de la seguridad, pues las sobrevivientes mostraban mejores tendencias en sus políticas y sus reservas líquidas seguían aumentando. Además, el hecho de que la banca privada acudiera poco al Banco Central se consideraba como un síntoma de que disponían de recursos suficientes para satisfacer las necesidades de la economía. BMBCE, año 2 n. 21 (abril de 1929), p. 10.

³⁸ Hollihan (1989), p. 57.

³⁹ Hollihan (1989), p. 96.

⁴⁰ BMBCE año 2 n. 22 (mayo de 1929), p. 6.

⁴¹ *Ibid.*, p. 7.

⁴² Rebeca Almeida (1994), p. 163.

⁴³ BMBCE, año 2 n. 23 (junio de 1929), pp. 12-13.

⁴⁴ BMBCE, año 3 n. 25 (agosto de 1929), p. 7.

⁴⁵ BMBCE, año 3 n. 27 (octubre de 1929), p. 9.

⁴⁶ BMBCE, año 3 n. 31 (febrero de 1930), p. 6.

⁴⁷ Esas posibilidades recién comenzaban a estudiarse por corrientes de pensamiento distintas a las ortodoxas. Véase Victoria Chick, *MACROECONOMICS AFTER KEYNES. A RECONSIDERATION OF THE GENERAL THEORY*, (1983), Cambridge, MA, The MIT Press, cap. 10.

⁴⁸ BMBCE, año 3 n. 34 (mayo de 1930), pp. 5-6.

⁴⁹ El Presidente de la Sociedad Nacional de Agricultores se quejaba de que la actividad agrícola en la región andina no rendía más del 5 por ciento anual, mientras el Banco Central había fijado las tasas de interés en 10 y 11 por ciento. BMBCE, año 2 n. 19 (febrero de 1929), p. 6.

⁵⁰ Este discurso, además, tenía el aval de E.W. Kemmerer: "... la reducción del circulante no es causa, sino efecto..." BMBCE, año 4 n. 38 (setiembre de 1930), p. 7.

⁵¹ BMBCE, año 3 n. 36 (setiembre de 1930), p. 8.

⁵² BMBCE, año 4 n. 38 (setiembre de 1930), p. 6.

2.2. LA POLÍTICA FISCAL : UN FALLIDO INTENTO ORTODOXO.

Existe unanimidad de criterio en la literatura que se ha ocupado de estudiar la reforma económica de la Revolución Juliana en cuanto a que la Misión Kemmerer consideraba fundamental eliminar los déficit presupuestarios, para lo cual aconsejó centralizar los procedimientos fiscales y formalizarlos mediante una ley presupuestaria que nunca fue bien vista por las clases acomodadas del país,¹ pues incluía una racionalización tributaria posteriormente tildada de negativa para los capitales, y supuestamente la principal causa de su fuga. El antecedente histórico presentado a los expertos extranjeros fue irregular:

... la base principalísima de todos los desbarajustes y la causa primordial de todas las irregularidades de aquella época, fue el régimen hacendario, con presupuestos ficticios, o francamente sin presupuestos, obedeciendo a una política de afanes personalistas en que las oposiciones parlamentarias, como no se inspiraban en ideales de patriotismo, ni perseguían fines en verdad relacionados con el bienestar nacional, consideraban un triunfo... el que terminase una legislatura sin haber dictado la ordenación de ingresos y egresos fiscales para el año siguiente, o habiéndola dictado en tal forma que las entradas, por su inflación, envolviesen un déficit inicial, que habría de salvarse solamente con las funestas peticiones de préstamos a los bancos, que los otorgaban mediante nuevas emisiones de billetes.²

El resultado de los consejos kemmerianos fue el establecimiento de un sistema tributario moderno, con dos clases de ingresos:

- a) IMPUESTOS:
 - 1.- directos: a la propiedad rústica y a la renta;
 - 2.- indirectos: a las ventas, derechos consulares, derechos de importación y derechos de exportación;
 - 3.- a los actos: alcabalas, registros y anotaciones, herencias, legados y donaciones y timbres fiscales;
 - 4.- especiales: a la cerveza y licores y al juego;
- b) OTROS INGRESOS:
 - 1.- rentas de propiedades nacionales: ferrocarriles, minas, arrendamiento de inmuebles, talleres estatales;
 - 2.- servicios nacionales: tasas portuarias, correos, telégrafos e inalámbricos, teléfonos;
 - 3.- estancos: alcoholes, tabaco, fósforo, sal, explosivos;
 - 4.- cuotas especiales: montepío militar, retiro militar, bancarias para el sostenimiento de la Superintendencia Bancaria;
 - 5.- ingresos varios: dividendos, intereses, alcances de cuentas, rentas atrasadas, multas y otros ingresos no específicos.³

La reforma fiscal pretendía dos objetivos. En primer término, implantar un régimen menos regresivo, para lo cual se intentó establecer nuevos catastros de propiedades rústicas, y fijar nuevas bases imponibles para la renta. Con todo, los impuestos indirectos, que alcanzaban a la gran masa de contribuyentes, representaban casi el 50 por ciento de los ingresos fiscales.

El segundo objetivo de la reforma fiscal era determinante para el funcionamiento del patrón oro: evitar los déficit presupuestarios a los que tan proclive había sido el país antes de la llegada de Kemmerer. Con este propósito, la nueva Ley Orgánica de Hacienda dispuso que

el cálculo de los ingresos ordinarios que deban recaudarse por leyes vigentes, no excederá el promedio de la recaudación efectiva de dichos ingresos en los tres años fiscales precedentes...,⁴

lo que impediría que los ingresos fiscales sean inflados en la forma en que solía hacerlo el Legislativo, generando de partida déficit presupuestarios posteriormente saldados con emisiones inorgánicas. El arbitrio parecía lógico, dadas las liberalidades acostumbradas por los legisladores, pero si las recaudaciones tendían a decrecer, los ingresos presupuestados se deprimirían cada vez más, dándose una tendencia inevitable a desinflar el presupuesto. Este mecanismo debía comenzar su vigencia desde 1931, pero las circunstancias económicas hicieron imposible su aplicación, convirtiéndose en letra muerta.

La discusión sobre los resultados reales de la política fiscal durante la era del patrón oro se encuentra plenamente abierta. Unos autores sostienen que durante todo el periodo el resultado fue positivo, en el sentido en que lo entiende la ortodoxia económica: superávit constantes:

... el Estado mantiene el equilibrio fiscal e incluso alcanza un superávit. Con ello, la política pública adquiere un carácter doblemente contractivo: pese a que disminuye la producción, se conserva inalterable el principio de armonizar las rentas estatales, con lo que se asegura un remanente que se exhibe como éxito, cuando, en realidad, significa una succión múltiple de liquidez al sector privado que contribuye a la anemia de la producción.⁵

Para otros, incluida entre ellos Alexander Rodríguez, el manejo fiscal fue exitoso, aunque en 1927 no pudo dejar de ser deficitario, debido a los inusuales gastos incurridos en la ejecución de las reformas institucionales propuestas por la dictadura juliana. Aparte de esa circunstancia extrema, incluso en el peor año de la crisis las cuentas fiscales habrían sido niveladas.⁶ Se ha sostenido también que

Comprometerse con un sistema monetario como el patrón oro significaba relegar la política comercial y fiscal a un segundo plano, pues tenían que sujetarse a contribuir en mantener el mecanismo adoptado. Ningún país podía evitar que, por ejemplo, una deflación o una inflación se trasladara de un país a otro. Todos se encontraban íntimamente ligados económicamente.⁷

En verdad, la política fiscal no quedaba relegada a "segundo plano." Su coordinación con la política monetaria era fundamental para el éxito del mecanismo:

está fuera de duda la necesidad de que exista la más perfecta armonía entre la política fiscal y la política bancaria, y el Banco Central se esforzará por cultivarla y sostenerla, sin que esto pueda entenderse, en ningún momento, como subordinación a sugerencias incompatibles con las finalidades del Banco y con el decoro de sus dirigentes.⁸

Tras la discreta redacción, se perciben dos elementos. Uno, la necesidad de que el gasto fiscal guarde armonía con el comportamiento monetario y, por extensión, con el resultado obtenido en la balanza de pagos. Y un segundo elemento, tal vez el más destacable en la historia institucional del Banco Central, la absoluta autonomía que reclamaba para sí, autonomía que sería una de las causas del fracaso del régimen monetario fundado en el oro. En circunstancias tan específicas, con la convicción de las autoridades del país en las bondades del "paquete" kemmeriano, era imposible asumir una política fiscal expansiva, más todavía si las probabilidades de endeudamiento externo eran muy bajas o nulas, y el acceso a la reserva internacional estaba bloqueado por el esquema monetario administrado por el Banco Central.

De acuerdo a las cifras del Ministerio de Hacienda, consideradas como saldos a fin de periodo, entre 1925 y 1931 se dio un incomparable paréntesis de estabilidad fiscal, con excepción del primer año, el del triunfo de la Revolución Juliana, que ya arrastraba la acostumbrada tendencia al déficit, y de 1927, en que fue necesario sufragar gastos inusuales para ejecutar las reformas propuestas por Kemmerer (Cuadro 4).

Este aparente "logro" fue, básicamente, el resultado de la convicción del régimen gobernante, en circunstancias excepcionalmente adversas. Como se puede constatar en el Cuadro 5, debido a la reforma fiscal kemmeriana, sustentada en los estancos, impuestos directos, tasas al comercio exterior e impuestos de minas, entre 1925 y 1930 los ingresos públicos sufren un incremento del 54,95 por ciento en su valor en sucres, y un 34,74 por ciento en dólares.

Pero solo un año después, en 1931, la tendencia se revierte por completo y el decremento de los ingresos en sucres y en dólares es del 28,57 por ciento. En tales circunstancias, mantener equilibrado el presupuesto público habrá sido posible solo a costa de una disciplina suficiente para paralizar casi por completo al país. De acuerdo a los saldos tomados a fin de periodo, la tendencia creciente del ingreso público se revierte en el primer año de pleno funcionamiento del patrón oro.

Cuadro 5				
REFORMA FISCAL Y CRISIS				
(ingresos para años seleccionados)				
	1920	1925	1930	1931
	(S/. = \$ 0,4866)	(S/. = \$ 0,23)	(S/. = 0,20)	(S/. = 0,20)
sucres	20.931.056,68	39.039.205,19	60.494.171,82	43.211.362,92
dólares	10.185.052,18	8.979.017,19	12.098.834,36	8.642.272,58

FUENTE: Informe que el Ministro de Hacienda y Crédito Público presenta a la Nación, 1931-1932 Quito. Talleres Tipográficos Nacionales.

El rendimiento obtenido en 1927 no volvió a repetirse, y a partir de ese año los ingresos descendieron casi sistemáticamente, forzando a reducir el gasto en forma equiparable, al menos en cifras saldadas. El decremento de ingresos entre 1929 y 1931 fue del 29,8 por ciento, en presencia de una aguda recesión. La tendencia de las principales recaudaciones era francamente declinante, dándose una reducción del 30 por ciento en los ingresos, lo que demuestra la parálisis casi total del país. De acuerdo al Cuadro 6, los rubros que más descendieron fueron los correspondientes a derechos de exportación, estancos de alcohol y tabaco, impuestos a la propiedad rústica y movimiento ferroviario, mientras el decremento porcentual de las importaciones no era las características dramáticas de los otros valores.

Con esta evidencia, ¿hasta qué punto es correcto sostener que durante la reforma económica del régimen juliano se mantuvo un equilibrio fiscal estricto? ¿Podía la elasticidad de los gastos fiscales mantenerse paralela a la de los ingresos?

Las fuentes indican que no. El pequeño superávit saldado el año de 1931 en 330.987,72 sucres era apenas una ilusión contable, pues en medio del caos y la zozobra general, existían rubros pendientes de pago, transferencias no tramitadas, solicitudes de fondos suspendidas y saldos del ejercicio previo que tornaron el resultado preliminar del ejercicio fiscal de 1931 en un déficit de 6'857207,53 sucres (Véase nota e del Cuadro 4). Todos los rubros que

certifican este saldo corresponden a obligaciones asumidas por el Estado ecuatoriano antes de la crisis, pero que, pese a ella, seguían siendo obligaciones por cumplir. El Gráfico 2.2.1. ilustra este resultado que explica, desde el ámbito fiscal, lo imposible de la persistencia del patrón oro, pese a los rígidos esfuerzos de los poderes públicos, desplegados aun a costa del colapso de buena parte de sus funciones.

Cuadro 6
RECAUDACIONES FISCALES Y CRISIS
(1930-31)

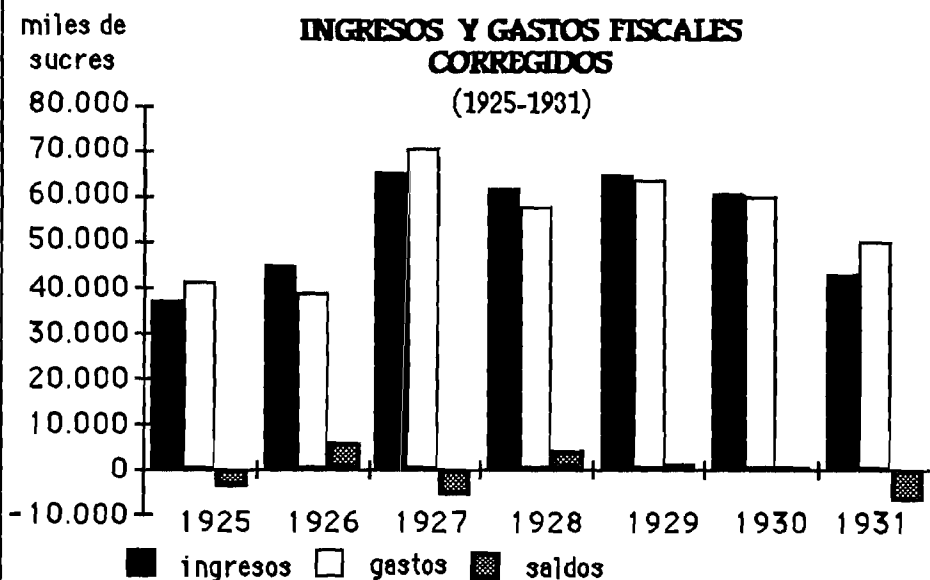
[sucres corrientes]

	1930	1931	Δ%
Estancos de alcohol y tabaco	16.029.165,98	9.662.809,42	-39,72
Tasas portuarias	1.577.559,12	1.289.150,80	-18,28
Derechos consulares	3.144.764,96	1.998.098,71	-36,46
Derechos de importación	16.304.642,39	13.387.210,49	-17,89
Derechos de exportación	3.829.377,03	2.072.450,00	-45,88
Ferrocarriles	1.859.306,35	596.441,35	-67,92
Impuestos a la propiedad rústica	2.536.911,33	1.663.484,69	-34,43
Impuestos a la renta	1.979.024,44	1.672.565,86	-15,49
Impuestos de minas	<u>1.315.877,27</u>	<u>1.272.454,06</u>	<u>-3,30</u>
TOTALES	48.576.628,87	33.614.665,38	-30,80

FUENTE: Informe que el Ministro de Hacienda y Crédito Público presenta a la Nación, 1931-1932, Quito, Imprenta Tipográfica Nacional.

Gráfico 2.2.1.

INGRESOS Y GASTOS FISCALES
CORREGIDOS
(1925-1931)



FUENTE: Boletín de Hacienda n. 4 (setiembre de 1928; Informe que el Ministro de Hacienda presenta a la Nación (julio 10 de 1930); Informe que el Ministro de Hacienda y Crédito Público presenta a la Nación (1931-1932).

¹ Véase, a manera de ejemplo, Linda Alexander Rodríguez (1987), p. 35 y siguientes, y Rebeca Almeida (1994), p. 127.

² INFORME QUE EL MINISTRO DE HACIENDA, CRÉDITO PÚBLICO, BANCOS, MINAS, COMERCIO Y MARCAS DE FABRICA, PRESENTA A LA NACIÓN: 1925-1928. (1928) Quito, Talleres Tipográficos Nacionales, p. 19.

³ INFORME QUE EL MINISTRO DE HACIENDA, CRÉDITO PÚBLICO, BANCOS, MINAS, COMERCIO Y MARCAS DE FABRICA PRESENTA A LA NACIÓN, 1925-1928, (1928), Quito, Talleres Tipográficos Nacionales, p. 2.

⁴ Ibid., p. 6.

⁵ Carlos Marchán, "La crisis deflacionaria de la economía ecuatoriana en los años treinta," en REVISTA ECUATORIANA DE HISTORIA ECONOMICA, año 3 n. 6 (segundo semestre de 1989), p. 109. Véase además, en esta misma línea, Rebeca Almeida (1994), p. 128.

⁶ Linda Alexander Rodríguez (1985), pp. 215-227.

⁷ Mike Hollihan (1989), pp. 20-21.

⁸ BMBCE, año 2 n. 23 (junio de 1929), p. 9.

2.3. FLUJOS DE BIENES Y CAPITAL, Y CRISIS MUNDIAL.

Durante la vigencia del patrón oro, por lo general la información del Banco Central relacionaba el comercio exterior a la reserva monetaria, por lo que si las exportaciones no respondían a las expectativas, o se retrasaban, era solo el factor comercial el que recibía toda la responsabilidad de la consiguiente fluctuación en los medios de pago.¹ El resultado del mercado de compra y venta de giros sobre el exterior, sintetizado en el Cuadro 1, puede considerarse una buena aproximación al comportamiento del comercio exportador, con excepción del monto registrado en diciembre de 1927, cercano a los diez millones de sucres, que no puede imputarse a la cuenta corriente de la balanza de pagos (Véase Gráfico 2.3.1.). Esta aproximación, aunque no representa con exactitud el total de los valores exportados, es válida en cuanto a tendencia, aun teniendo en cuenta que la producción de hidrocarburos y de tierras minerales de todo tipo, que era registrada en las aduanas con fines tributarios, no podía acrecer a la reserva internacional, pues no representaba ingreso de giros por su exportación, como lo reconocía en su informe a la Nación el Ministro de Hacienda, S.E. Durán Ballén R.:

Por concepto de arrendamiento de terrenos petrolíferos ingresaron al Tesoro Nacional, en 1929, S/. 58.635,72 y en los cinco primeros meses de este año, S/. 60.259,37. El impuesto a la producción de petróleo, en iguales periodos, fue de S/. 1'062.929,03 y S/. 444.137,67, en el orden indicado...

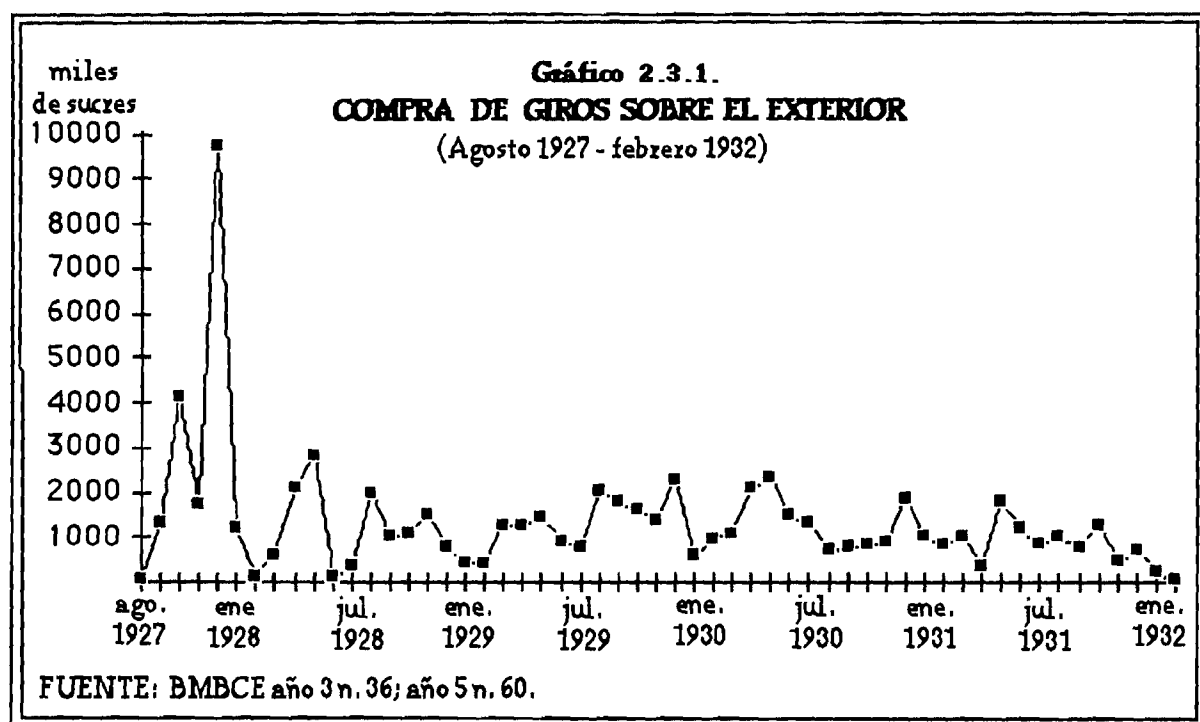
En el año de 1929 exportó la Compañía [South American Development Co.] 16.270 kilos de tierra mineral, con un valor declarado de S/. 7'111566,00 y en el primer semestre de este año 8000 kilos con un valor de S/. 3'754.98,00.

Los beneficios derivados de esta explotación para el país, consisten en la obligación de la Compañía de entregar, en sustitución de sus anteriores obligaciones, rieles con el peso mínimo de 30 libras por yarda, con todos sus materiales accesorios, para una vía de 130 kilómetros de extensión, que es la del ferrocarril proyectado de Puerto Bolívar a Loja. El Fisco ha percibido de esta Compañía en 1929 y 1930, 35.959,28 dólares y 44.061,91 dólares, por concepto de impuesto a la renta, en el orden indicado.²

Mientras la South American Development Co. declaraba en 1929 haber extraído en tierras minerales un equivalente al 8,56 por ciento de las exportaciones totales, pagaba poco menos de 180.000 sucres por impuesto a la renta y entregaba hierro para un ferrocarril que no llegó a ninguna parte (Véase Cuadro 7).

La discrepancia entre las cifras manejadas por la Aduana y las generadas por el Banco Central solo se hizo explícita al final de 1930:

La balanza del comercio exterior continúa siéndonos adversa. Las cifras computadas por la Dirección General de Aduanas arrojan un resultado favorable, si no se las somete al necesario análisis. Efectuado éste, se encuentra que figuran entre el valor de las exportaciones el correspondiente al petróleo del cantón Santa Elena y el relativo a la tierra mineral extraída de las minas de oro de Zaruma. Ninguno de esos dos valores, cuya suma supera el saldo favorable de la indicada estadística aduanera, es acreditable, desde el punto de vista económico, al balance de nuestro comercio internacional: ambos representan extracciones de nuestro subsuelo, efectuadas por Compañías extranjeras, con sede fuera del país, que sólo dejan aquí parte, más o menos importante, de los productos de su explotación, en concepto de algunos gastos de la misma [el subrayado es nuestro].³



En otras palabras, mientras la Aduana informaba de una cuenta corriente superavitaria, incluyendo para ello valores correspondientes a extracciones minerales realizadas dentro de la más pura economía de enclave, el Banco Central no establecía con suficiente claridad los componentes de la balanza de pagos y sus verdaderos resultados.

Como se puede apreciar en el Gráfico 2.3.1, la oferta de giros era estacional, en coincidencia con las cosechas de cacao, producto que representaba más del 40 por ciento de las exportaciones del país.

Además de la marcada dependencia del sector externo en un solo producto, el direccionamiento de las exportaciones también estaba concentrado, pues hasta 1931 el 46 por ciento de lo exportado se dirigía a los Estados Unidos, mientras el segundo socio comercial ecuatoriano, Francia, solo importaba el 8,8 por ciento de nuestros productos.⁴ Esta frágil estructura fue reconocida por el propio Banco Central, luego de poco tiempo de comenzar sus actividades:

... el cacao, el café, la tagua y los sombreros, representan ellos solos y de una manera constante más del 80 por ciento de nuestra exportación total; ahora bien, de los artículos indicados el único que presenta un progreso firme es el café, cuyo valor no iguala todavía a la pérdida experimentada en el cacao; por lo que respecta a la tagua y a los sombreros, no presentan una esperanza cierta, a lo menos por el momento... Habrá tal vez que buscar otros productos que reemplacen a los que hasta ahora han sido la base de nuestra exportación, y a nadie se le ocultará que un cambio de producción, si es que hay que hacerlo, no será obra de uno ni de dos años sino de tiempo, estudio y capital.⁵

Durante ese periodo solo los sombreros de paja tejidos en la provincia del Azuay tuvieron un rendimiento creciente, gracias a los dictados de la moda newyorkina, pues poco tiempo después de esta apreciación el precio del café se desplomó y, mientras en 1928 representó el 23,7 por ciento del total exportado, en 1930 solo alcanzó el 13,77 por ciento. Siendo necesario tiempo, estudio y capital para reorientar la actividad productiva, parecía más cómodo aguardar, esperanzadamente, la recuperación del cacao. Además las autoridades monetarias también percibieron el deterioro de los términos de intercambio:

... el Ecuador no ha logrado todavía, en un lapso de trece años, igualar la exportación de 1913, la cual sumaba más de 79 millones de sucres (computados al valor actual) excediendo en más de 15 millones y medio a la de 1926. Esta diferencia,... pone de manifiesto el mal estado de nuestras finanzas, constituyendo dicho estado una excepción mundial, puesto que según estadística universal publicada por el Dresdner Bank el poder económico del mundo se hallaba plenamente recuperado en el año de 1925.⁶

El repunte de la cosecha de cacao en 1926 no solo fue inferior al de 1913 (recuérdese que ya para 1921 las plantaciones estaban completamente afectadas por la monilia y la escoba de bruja), sino que además se cotizó a precios mucho menores.⁷

Mientras tanto, el comercio de importación marcaba una tendencia completamente diferente, alentado por derechos de importación relativamente más bajos que los de años anteriores. Así, mientras en 1913 el promedio gravado sobre el valor de las mercaderías importadas ascendió casi al 45 por ciento, en 1928, a consecuencia de la reforma tributaria kemmeriana, ese mismo arancel había descendido al 23,76 por ciento y un año después era solo del 23,28 por ciento.⁸ En julio de 1929 el Central aceptó que una de las causas del "desequilibrio de la balanza económica" era la "importación excesiva, estimulada por la estabilidad del cambio, durante los primeros diez meses del año de 1928."⁹ Más aun, si bien el comercio guayaquileño estaba deprimido, el comercio serrano lo estaba menos, pues

se vende lo mismo que en épocas normales, y [el comercio] se prepara a recibir fuertes cantidades de mercaderías importadas. Varios comerciantes realizan sus existencias por medio de baratillos en el afán de levantar fondos y hacer lugar para sus stocks por llegar; y acuden otros a los Bancos en demanda de dinero para llenar sus obligaciones en el exterior y cubrir los gastos de recepción de las nuevas mercaderías... decrecen las ventas de artículos de mayor necesidad, pero no las de artículos de lujo.¹⁰

Si en 1928 la importación estuvo más activa que la exportación, en el primer semestre de 1929 había reclamado 49.191.691,00 sucres en giros, mientras que la exportación solo llegó a entregar giros por 41.206.673,00 sucres, lo que se traducía en un desequilibrio comercial de más de 7 millones. Este resultado hizo reaccionar al Banco Central, elevando la tasa de interés -15 de mayor de 1929-, con el propósito de restar circulante al sistema y de disminuir, de esta manera, la demanda de giros sobre el exterior. Casi tres meses luego de esta elevación, la importación seguiría pujante, "pues las restricciones iniciadas en mayo y la acentuación de la crisis desde entonces, no han podido detener órdenes aceptadas y pedidos en vías de ejecución."¹¹ Y, más bien, la demanda de crédito continuaría activa, elevando la cartera del Central de 3.858.563,00 a 5.411.081,00 sucres entre julio y agosto de 1929, para atender los requerimientos de los bancos asociados, "presionados por préstamos de su clientela para satisfacer positivas necesidades de comercio."¹² Este episodio, como tantos otros sucedidos durante la vigencia del patrón oro, demostró la ineficiencia de los mecanismos del Banco Central para defender sus reservas internacionales. Mientras tanto, no había indicios de que la exportación pudiera incrementarse con rapidez, lo que tiempo más tarde haría reconocer al Ministro de Hacienda:

Es sabido que en 1929 adquirimos del exterior una cantidad de mercancías superior a nuestros recursos de ese año, y que sólo en el presente estamos liquidando esas existencias con la consiguiente disminución de importaciones, compensación que contribuirá a restablecer el equilibrio de nuestra balanza de pagos.¹³

Pero en el razonamiento del Ministro existe una lamentable confusión entre cuenta corriente y balanza de pagos, la misma que también afectó a las autoridades monetarias:

Mientras ésta [la balanza de pagos] se mantenga en desequilibrio, con saldo adverso, las reservas de oro en el exterior irán disminuyendo sensiblemente y la crisis tomará, cada vez, caracteres más graves...

La baja de nuestras exportaciones por la muerte del cacao y la baja brusca en los precios de los demás artículos exportables, principalmente del café, imponen la adopción de medidas enérgicas para restablecer cuanto antes el ansiado equilibrio sin mayor presión sobre el comercio y las industrias...

... si las importaciones, como resultado de los medios restrictivos puestos en práctica [es decir de la elevación de las tasas de interés], comienzan a disminuir, es necesario perseverar en este laudable empeño y suprimir por mucho tiempo, al menos mientras el país pueda restablecerse de sus quebrantos, la introducción de artículos de lujo, automóviles, victrolas, etc.¹⁴

En una extensa referencia a la balanza de pagos, la única conclusión que se obtiene es que ésta es lo mismo que el saldo neto de la cuenta corriente, razonamiento mantenido cuando el Banco Central comenzó a sugerir, más bien con tibieza, que la importación debería limitarse a lo estrictamente necesario:

La introducción de géneros, harina, manteca, jabones, perfumería, que el país produce, debe disminuirse, mientras la de maquinarias, tractores, arados, herramientas, semillas, debe incrementarse.¹⁵

Sin embargo, W.F. Roddy, norteamericano contratado como Director General de Aduanas opinaba que "Está llegando muy poca carga de importación...",¹⁶ cuando la venta de giros sobre el exterior (julio de 1928) era más de un millón de sucres más alta que la compra (Cuadro 1).

Al menos en el primer año y medio de funcionamiento del Banco Central, éste no llevaba preocupación alguna por el monto de las importaciones y exportaciones, remitiéndose simplemente a la administración de la reserva internacional, como lo sugiere el siguiente párrafo:

... en el curso del año de 1928 la situación se presentó francamente desfavorable, más que para el Banco mismo para la economía nacional a la que está íntimamente ligada nuestra institución, y lo

previmos en el Boletín aun antes de conocer las cifras relativas a nuestras importaciones y exportaciones [el subrayado es nuestro].¹⁷

Y aun esa simple administración no en forma muy precisa, pues poco antes el mismo Boletín explicaba que

Es probable que todo saldo de la balanza de cuentas se refleje, debido a la nueva organización bancaria de la República, en las reservas del Banco Central: si éstas aumentan es porque nuestra balanza de pagos es acreedora y si disminuyen es porque nos es desfavorable... Si la balanza de cuentas fuera favorable al país y, al mismo tiempo, disminuyen las reservas del Banco Central habría que suponer que nuestros capitales emigran porque no encuentran colocación en nuestros mercados o porque hay temor de invertirlos dentro del país... Si, por el contrario, el Ecuador es un país que necesita capitales y por lo mismo, pueden estos ser colocados en él fructíferamente, no se comprende como pueden disminuir las reservas del Banco Central y sernos favorables la balanza de cuentas.

Las letras sobre el exterior no pueden ser compradas ilimitadamente sino por el Banco Central gracias a la facultad que le permite emitir billetes sobre depósitos en el exterior, pues, los bancos comerciales que invirtieran fuertes cantidades en el exterior verían disminuir sus disponibilidades en la plaza. Por esto, un aumento considerable en la oferta de giros sobre el exterior tendría que refluir al Banco Central... Que el estado de la balanza de cuentas se refleja forzosamente en las reservas de los Bancos Centrales es un fenómeno por demás conocido para insistir en él. [el subrayado es nuestro]¹⁸

La probabilidad inicial, no obstante, acaba en certeza, mientras la oscilaciones de las reservas oro del país estaban sujetas no solo a una importación que prefería el lujo y lo suntuario, sino al servicio de la deuda externa, al pago de costosos ausentismos, al mantenimiento de un abultado servicio diplomático y, sobre todo, a la especulación y fuga de capitales.

Todo esto lo detectó el Banco Central más tarde que temprano, y sujeto a un estatuto que poco o nada le permitía hacer:

...los Estados Unidos subieron los tipos de descuento con el objeto de poner término a la especulación bursátil, la cual, sin embargo, ha seguido en auge... Todos los centros comerciales del mundo han sentido la repercusión de este movimiento, que también se ha hecho extensivo a nuestros mercados, produciendo una demanda de giros anormal en este mes, en el que siempre, desde hace cinco años, la oferta de letras ha sido mayor que la demanda, y al mantener las cotizaciones vigentes hasta el 28 de noviembre, el Ecuador hubiera sido el único país del mundo que hubiera conservado el mismo precio a su moneda, excepción no justificada por la realidad.¹⁹

Esa realidad no era otra que la fluida movilidad de capitales que garantizaba el patrón oro de cambio, de tal manera que cualquier alteración financiera en los centros afectaba directamente la situación del país agroexportador, casi inerme ante esa situación, pues al carecer de controles al movimiento de capitales, apenas si podía intentar la modificación del tipo de cambio dentro de un margen estrechamente limitado por los puntos de importación y de exportación del oro. La tendencia impulsada por la Reserva Federal en los Estados Unidos se mantuvo durante todo el año 1929:

La salida de capitales, estimulada por los mejores tipos de interés que actualmente se pagan sobre depósitos en Nueva York, comparados con los nuestros, e impulsada también por la pesada contribución que los grava (el alto impuesto a la renta) prosigue en su éxodo fatal, contribuyendo de manera lenta pero constante a debilitar más nuestra anémica riqueza...

El comercio importador en Quito sigue lamentándose de la quietud en las ventas; pero no obstante esto, continúa proveyéndose de mercadería, en especial, de artículos de lujo.²⁰

Al finalizar este año, el saldo anual neto en el mercado de giros sobre el exterior arrojaba un perjuicio de más de seis millones de sucres oro, que habían emigrado fuera del país (Cuadro 1). También el año anterior, 1928, tuvo un saldo en contra de 5.373.602,00 sucres, que se lo consideró imputable solo a la cuenta corriente:

El desequilibrio que se observa este año atañe solamente a la balanza comercial; la balanza de cuentas ha debido sernos francamente favorable, pues el empréstito del Estanco de Fósforos arroja un saldo activo de ocho millones de sucres. También añadiremos que el resultado inmediato de todo empréstito es aumentar el poder de compra del prestatario, aumento de poder que se refleja naturalmente en una mayor importación, aún cuando las sumas obtenidas por el empréstito vayan a incrementar la agricultura, como es de presumir en el caso de los préstamos otorgados por el Banco Hipotecario, puesto que fomento de la agricultura quiere decir, casi siempre, compra de maquinarias, semillas, ganado, etc.²¹

Aunque, como hemos visto, la queja subsecuente siempre hizo referencia a la predominancia de las importaciones suntuarias, mientras maquinarias, semillas o ganado escaseaban en los pedimentos de importación.

Todo el manejo del sector externo se vio dificultado por el famoso "empréstito sueco." Entre las recomendaciones del profesor Kemmerer, se encontraba la creación de un banco hipotecario para atender los requerimientos de capital fresco requeridos en la agricultura. En circunstancias en las que prevalecía el

ajuste y la modernización institucional, la única posibilidad de acelerar el establecimiento de tal entidad era recurrir al endeudamiento extranjero, lo que previamente suponía el cumplimiento de los pagos de la deuda externa, o su consolidación. Ninguna de estas dos posibilidades fue ejercitada, ante la negociación planteada por la Svenska Tandsticks Aktiebolaget, más comúnmente conocida como la "Compañía Sueca de Fósforos," que propuso la creación de un estanco de ese producto, a cambio de dos millones de dólares que fue formalizado mediante contrato de 28 de noviembre de 1927.²²

Mediante una operación triangular con la casa Lee Higginson & Co., el capital requerido para la fundación del Banco Hipotecario fue rápidamente situado en el Banco Central, lo que explica el inusual comportamiento de la compra de giros en diciembre de 1927 (Véase Gráfico 2.3.1). El convenio establecía que la Cía Sueca, por medio de sus banqueros en Nueva York, los mismos Lee, Higginson & Co. haría el servicio del préstamo de dos millones de dólares, servicio que ascendía a 186.200,8 dólares oro, por concepto del 8 por ciento de intereses y del 1,31 por ciento de amortización en veinticinco años.²³ El 4 de marzo de 1928 se inauguró el nuevo banco, con un capital autorizado de quince millones de sucres, y franquicia inicial para emitir cédulas hasta diez veces su capital y reservas. Las operaciones de la nueva institución se iniciaron con ocho millones de sucres de capital, suscrito y pagado por el gobierno con el dinero procedente del préstamo obtenido.

El impulso tan necesario que requería el sector agrícola debía, en presencia del nuevo régimen monetario, pasar por la única entidad del país autorizada a comprar y vender, libre e ilimitadamente, divisas: el Banco Central. Esta facultad, sin embargo, causaría severos trastornos en el seguimiento de la "balanza de cuentas":

En el primer Estado publicado por el Banco Central, el 23 de Agosto de 1927, la cantidad de oro asciende a S/. 29'129.000,00, y equivale a un 63,50% del monto de su circulación y depósitos. Cuatro meses más tarde, en enero de 1928, la suma de este oro es de S/. 44'064.000,00, equivalente a un 75,31% de las obligaciones inmediatas. Hay, pues, un aumento de S/. 14'935.000,00 en el corto lapso de cuatro meses. Sin embargo, de este aumento sería preciso descartar S/. 8'000.000,00 comprados al Banco Hipotecario del Ecuador, pues esta suma procede del empréstito del Estanco de Fósforos, para considerar la cantidad restante como saldo favorable de nuestra balanza de cuentas.²⁴

En consecuencia, en la fase ascendente de ese pequeño ciclo recuperatorio que duraría hasta 1928, el incremento de la reserva oro imputable a la cuenta corriente de la balanza de pagos era solo de 6.935.000,00 sucres, producto de la

positiva evolución del comercio exterior del país, ocurrida entre agosto y diciembre de 1927. Sin embargo, nuevamente el Central incurría en el equívoco de identificar "balanza de cuentas" (es decir balanza de pagos) con cuenta corriente de la balanza de pagos.

En julio de 1929 el desequilibrio de la "balanza económica" era objeto de preocupación general, debido a la negativa repercusión en las actividades del país y, muy especialmente, al descontento de los agentes económico ante las restricciones de circulación y crédito adoptadas por el Banco Central para tratar de defender una reserva que, de todas maneras, salía del país. Esa situación habría sido provocada, en opinión de las autoridades monetarias, por cuatro causas inmediatas:

La brusca baja en el volumen y en el valor del más noble de nuestros productos exportables [el cacao].

La importación excesiva, estimulada por la estabilidad del cambio, durante los primeros diez meses de año de 1928.

El impuesto a la renta que ha provocado un éxodo de capitales que aún continúa; y

Una inadecuada aplicación de los créditos concedidos por el Banco Hipotecario del Ecuador. Se ha publicado por la prensa, sin que haya sido rectificado hasta ahora, que los préstamos hechos por esta institución han servido para redimir durante el año de 1928, en cédulas de otros bancos hipotecarios, la considerable suma de S/. 6'225.000. Es probable que una gran parte del equivalente de este papel, que estuvo siempre en manos de rentistas, haya emigrado del país por diferentes procesos económicos²⁵

Declaración que constituye un trágico corolario de un programa de endeudamiento externo para el fomento agrícola, concebido solo a nivel financiero, y sin ningún otro seguimiento posterior. De esta manera, mientras el agro nacional no recibió nada de capital fresco, y los "rentistas" aprovechaban la libre movilidad de capitales y los modernos procesos bancarios, recientemente instalados en el país, para mudar sus activos hacia otros lugares, o sufragar importaciones suntuarias para una clase social desvinculada de la dolorosa situación interna, la gran masa de la población quedaba a disposición de un monopolio extranjero autorizado a fijar precios más de tres veces superiores a los costos de producción de unos fósforos imprescindibles en la vida cotidiana.

Solo al final de la vigencia del patrón oro el Banco Central lograría aclarar en algo su inconsistente tratamiento de este problema, pues a lo largo de ese lapso la información sobre él fue esporádica y hasta contradictoria. Así, en agosto de 1930 informaba que, desde su creación, el saldo de la cuenta corriente a esa

fecha era favorable en 3.103.306,00 sucres, pero que debía considerarse los 13.800.000,00 sucres correspondientes al préstamo sueco y a la compra extraordinaria de giros causados por la colocación de cédulas del Banco Hipotecario, lo que otorgaba un saldo desfavorable de 10.696.693,00 sucres.²⁶ Mientras que en enero de 1931 el razonamiento era completamente diverso: hasta diciembre de 1930 la diferencia en contra de compra de giros era de 15.197.812,00 sucres y, como los ingresos extraordinarios imputables a la creación del Banco Hipotecario ascendían a 13.800.000,00 sucres, la diferencia saldada a expensas del Banco Central era de solo 1.397.812,00 sucres.²⁷ Al acercarse al desenlace de la crisis, el instituto emisor confesaría finalmente que

no son únicamente meros arbitrios bancarios los que pueden reconstruir una economía enferma como la nuestra, sino la aplicación conjunta y ordenada de otros recursos eficientes. Una revisión metódica, equitativa y completa del Arancel de Aduanas sería complemento indispensable de esa labor.²⁸

Declaración que contrasta radicalmente con la autosuficiencia desplegada al inicio de sus operaciones.

La negociación del préstamo logrado a través del estanco de fósforos en beneficio de la Cía. Sueca fue posible sin que previamente se haya refinanciado la deuda externa. No obstante, el servicio de ésta fue proclamado como un logro de la dictadura de Isidro Ayora, el cual entre 1925 y julio de 1928 había pagado un total de S/. 1.808.246,28.

Estos pagos lograron extinguir las obligaciones de los bonos de preferencia, que los afrontaba el Estado ecuatoriano en calidad de garante de la Compañía del Ferrocarril del Sur; mientras que en sus pagos como deudor principal, en los certificados de la sal, quedaba al día en sus servicios de intereses.

En la Ley de Presupuesto de 1928 se asignó al servicio de la deuda externa un sobrante de 2.821.260,75 sucres para los vencimientos del segundo semestre de ese año. De esta última cantidad, 2.500.000,00 sucres estaban depositados en el Banco Central. A todo esto había que añadir el pago de 738.729,04 sucres por concepto de la deuda italiana contraída durante el régimen de José Luis Tamayo.²⁹ En resumen, hasta el segundo semestre de 1928, en su afán de "reivindicar el crédito nacional," el Gobierno había reducido la deuda externa a un total de 98'893.500,00 sucres, sin contar los casi diez millones de sucres correspondientes a la nueva deuda contraída para crear el Banco Hipotecario. El monto de la deuda había crecido estrepitosamente a causa del irresponsable manejo monetario de los gobiernos anteriores a la Revolución del 9 de julio de 1925; sin embargo, el Ministro de Hacienda Sáenz de Tejada creía que

el monto actual de la deuda no significa una carga desproporcionada para el Estado ecuatoriano. Por consiguiente, no es difícil que pueda, muy en breve, reivindicarse el crédito nacional, poniendo al día sus servicios, mediante un empréstito de consolidación, que habría de efectuarse en condiciones ventajosas para el país, o mediante un esfuerzo constante para llegar lo más pronto a la extinción de los atrasos, en lo que se refiere a los bonos comunes y los bonos cóndores.³⁰

Luego de este episodio "exitoso," el servicio de la deuda no pudo seguir en medio de un ambiente de zozobra general. Los fondos destinados a ese efecto fueron paralizados en el Banco Central, lo que constituiría un motivo más de crítica por parte del público:

La inmovilización de los depósitos destinados al servicio de la deuda externa, que el gobierno mantiene en el Banco Central, es otro de los puntos de acusación que se le hace a éste. Cabe advertir que esos fondos no están inmovilizados por acción del gobierno ni por deseos del Banco, sino por falta de operaciones propias de las finalidades de este último en qué poder invertirlos. De haber existido la posibilidad de colocarlos en operaciones reproductivas y a corto plazo, el Banco lo habría hecho sin vacilaciones de ninguna clase, fiel a sus normas y respondiendo a su cometido.³¹

El Presupuesto del Estado seguía asignando fondos para el pago de la deuda externa, fondos que se depositaban en el Banco Central en forma estéril, pues no solo que no podían acceder al sistema económico, al tenor de las estrictas políticas impuestas por el patrón oro, sino que además no podían destinarse a su natural finalidad, debido a falta de arreglo para hacerlo. Poco o nada hubiera mejorado el país su difícil trance, ateniéndose a un arreglo complaciente. Tal como se presentó la realidad, la deuda externa sin arreglo sirvió, básicamente, para evitar un drenaje mayor de reservas internacionales, aunque los fondos destinados a ella produjeron en el público una reacción adversa al Banco Central. Por otro lado, parece poco probable que cualquier arreglo de ella hubiera logrado, en esa coyuntura internacional, que el Ecuador se convirtiera en un destino apetecido de capitales que preferían movilizarse rápidamente hacia los centros económicos del sistema mundial.

Este último aspecto, el de la fuga de capitales, ha sido el menos estudiado dentro del conjunto de coadyuvantes al perjuicio de la balanza de pagos durante la vigencia del patrón oro, régimen que no pudo funcionar, entre otros factores, porque los precios externos descendieron más rápidamente que los internos y, al producirse esos descensos, la estructura de la producción

exportable no pudo reaccionar reduciendo sus costes en los niveles requeridos. Pero, además,

Esta divergencia entre los precios internos y externos, fuera de afectar al sector exportador, incentiva también la fuga de capitales hacia el extranjero, al elevarse la capacidad adquisitiva del dólar.³²

En enero de 1930, la Compañía Nacional de Seguros contra Incendios de Guayaquil decidió liquidarse, devolviendo a sus accionistas cerca de dos millones de sucres por capital y reservas, y liberando de esta manera una inmensa suma de dinero que no encontró mejor colocación que la compra de giros para emigrar fuera del país. En ese mismo mes la Sociedad General de Guayaquil compró 900.000,00 sucres en giros, lo que produjo una demanda global de éstos por 2.977.205,95 sucres (Véase Cuadro 1), mientras el Central solo había comprado un poco más de 590.753,00 sucres.³³ Al mes siguiente el Boletín comentaba:

El movimiento de cambios durante febrero ha continuado caracterizándose por una demanda de letras superior a la oferta... el exceso vendido es tan desproporcionado... que cabe admitir lógicamente, puesto que la importación ha disminuido desde los últimos meses de 1929, que esa salida anormal de oro obedece quizás a emigración de capitales.

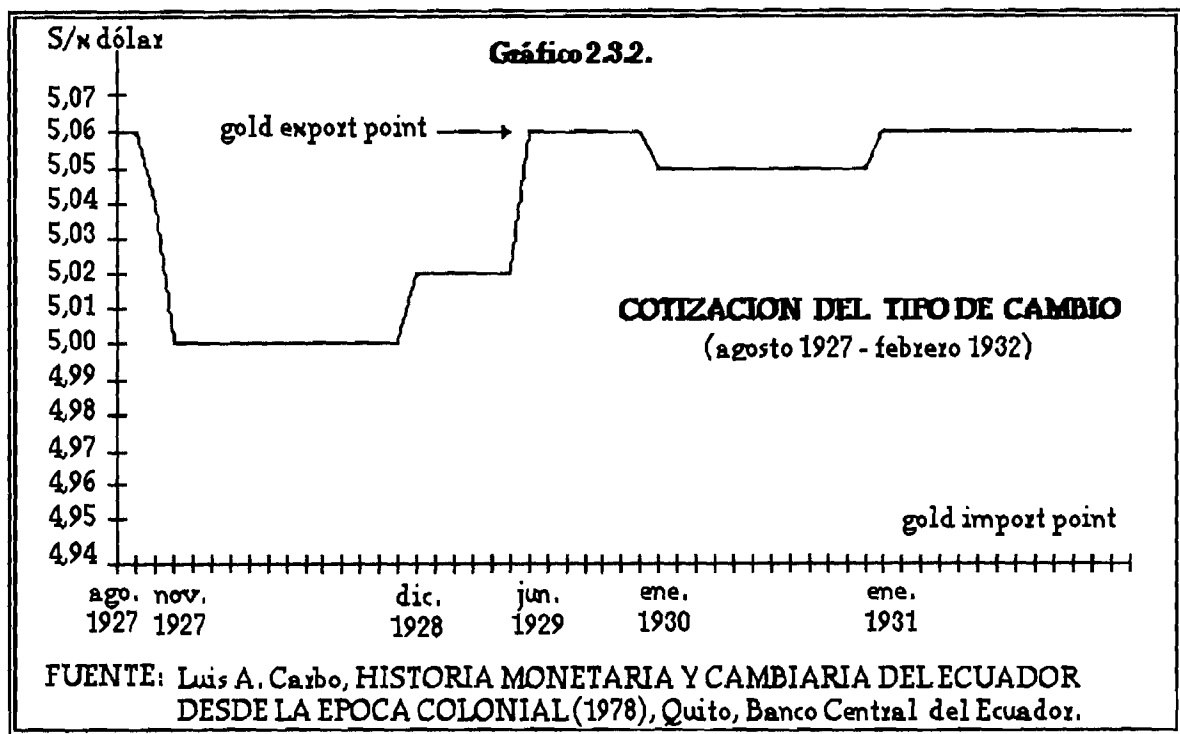
Es digno de mencionar que la venta de letras se ha circunscrito a contadas entidades y que solamente una de ellas, que no puede incluirse entre las importadoras, porque no tiene ese negocio ni es tampoco un banco, ha comprado letras durante enero y febrero por dos millones doscientos cincuenta mil sucres.³⁴

En 1931, año de la más dramática fuga de capitales jamás sufrida en la historia económica ecuatoriana, la ligera alza en las importaciones no justificaba la cantidad de giros que se vendía sobre el exterior. Esto fue considerado por el Banco Central como un

fenómeno universal del movimiento del oro, que, extraído de los países agrícolas, va a acrecentar excesivamente las existencias metálicas de los países industriales poderosos, [que] no puede ser extraño a nuestra situación. El oro emigra hacia los centros que, a pesar de ofrecer menores intereses, inspiran plena confianza respecto a seguridad del dinero.³⁵

Dentro de las medidas de política que el Central podía interponer para frenar esas fugas, se encontraba la fijación del tipo de cambio, que desde enero de 1931 se situó en el "punto de exportación del oro," (Gráfico 2.3.2) medida insuficiente para frenar el éxodo de más de tres millones de sucres en el primer

trimestre de 1931. Pero mientras el circulante tenía un descenso equiproporcional a la salida de giros oro, la cartera del Banco Central había aumentado en 647.044,92 sucres.³⁶ Lo que llevó a concluir que cualquier incremento del crédito solo tendía a estimular la salida de oro.



El año final de vigencia del patrón oro estuvo repleto de acontecimientos, internos y externos, que generaron un ambiente de extremo nerviosismo. El 24 de agosto de 1931 dimitió Isidro Ayora, entre otras causas por el fracaso evidente del modelo económico adoptado a partir de la Revolución Juliana. Fue sucedido por Luis Larrea Alba, quien permaneció al frente del Ejecutivo algo menos de dos meses, para ser reemplazado por Alfredo Baquerizo Moreno. La salida de Ayora marca el inicio del primer intento concreto de tornar la política monetaria hacia una fase expansiva, lo que comenzó a discutirse en el Congreso. Durante ese año la cotización del quintal de cacao descendió de 48 a 28 sucres, y hasta los sombreros de paja toquilla sintieron el efecto de la crisis, cotizándose a solo 30 sucres la docena de tipo medio, la cifra más baja en diez años. La liquidación del Banco del Ecuador, el 18 de mayo, generó una calma extraña que luego se tornó en nerviosismo, cuando los depositantes cambiaron sus activos a giros oro.³⁷ El esperado desenlace del Banco del Ecuador fue el antecedente del pánico bancario que encaró en su sección de ahorros (la Caja Obrera) el banco La Previsora, gerenciado por V.E. Estrada (octubre de 1931).

Esto obligó a cerrar esa sección, pues los directivos de esa institución argumentaron que no había las suficientes garantías legales para seguir prestando el servicio. Mientras tanto, los importadores, intuyendo un cambio de arancel que, como de costumbre demoraba más de lo imaginable en el Congreso, arremetían por su cuenta contra la reserva del Central. En agosto los senadores Jacinto Jijón y Rafael Arcos, representantes funcionales por el comercio y la industria serranas,

para impedir, dizque, la exportación de capitales... han formulado el proyecto que establece un severo control en la venta de giros sobre el exterior, mediante la calificación de cómo va a invertirse los giros oro que se pretenda comprar.³⁸

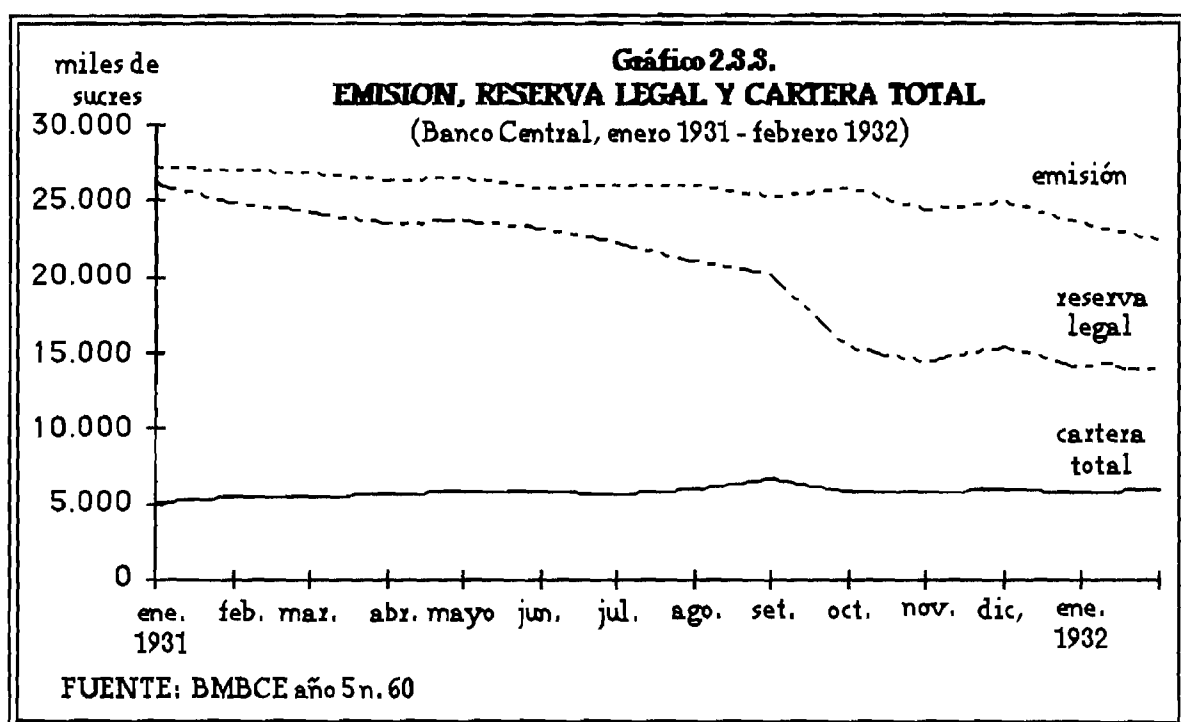
La atmósfera era por demás inestable, pero el golpe de gracia lo confirió la decisión del Banco de Inglaterra de no convertir sus billetes en oro (21 de setiembre de 1931). Esta medida conculcó arbitrariamente 275.000 libras oro de la reserva del Central, equivalentes a unos 6.600.000 sucres, dejando sus reservas por debajo del límite legal del 50 por ciento (Véase Gráfico 2.1.1.). Mientras el Congreso debatía si la nueva reserva legal debía ser del 25 o del 35 por ciento, el ataque especulativo final se inició:

Los intereses económicos tienen una sensibilidad tan sutil que el menor riesgo, aunque fuera imaginario, los lleva a buscar refugios seguros... Algunos bancos y prestamistas particulares comienzan a exigir que los deudores se comprometan a pagar en dólares el valor de los créditos, temiendo una desvalorización de la moneda ecuatoriana... El éxodo de capitales va tomando proporciones inusitadas, y si no fuera porque el Banco Central ha atendido ampliamente a la demanda de crédito, la circulación hubiera sufrido una disminución muy sensible.³⁹

Pero precisamente esa facilidad de crédito alimentaba el drenaje de reservas, cuando el circulante se había estabilizado alrededor de los veinticinco millones de sucres. El Cuadro 8 recopila las cifras de la cartera mantenida por el Banco Central: es notorio como a partir de octubre de 1930 la cartera con el público llega a ser hasta tres veces superior a la cartera que se mantenía con los bancos asociados. Lo que hace concluir que los fondos otorgados por el banco a título de operaciones de crédito paraban en manos de particulares que los convertían en giros oro o los destinaban a nuevas importaciones.(Véase Gráfico 2.3.3).⁴⁰

Luego de 51 meses de vigencia del patrón oro con tipo de cambio fijo y libre movilidad de capitales las reservas internacionales del Ecuador, puestas a custodia del Banco Central, habían disminuido 14'732.121 sucres oro. Mientras el instituto emisor se oponía denodadamente a las leyes de emergencia que se

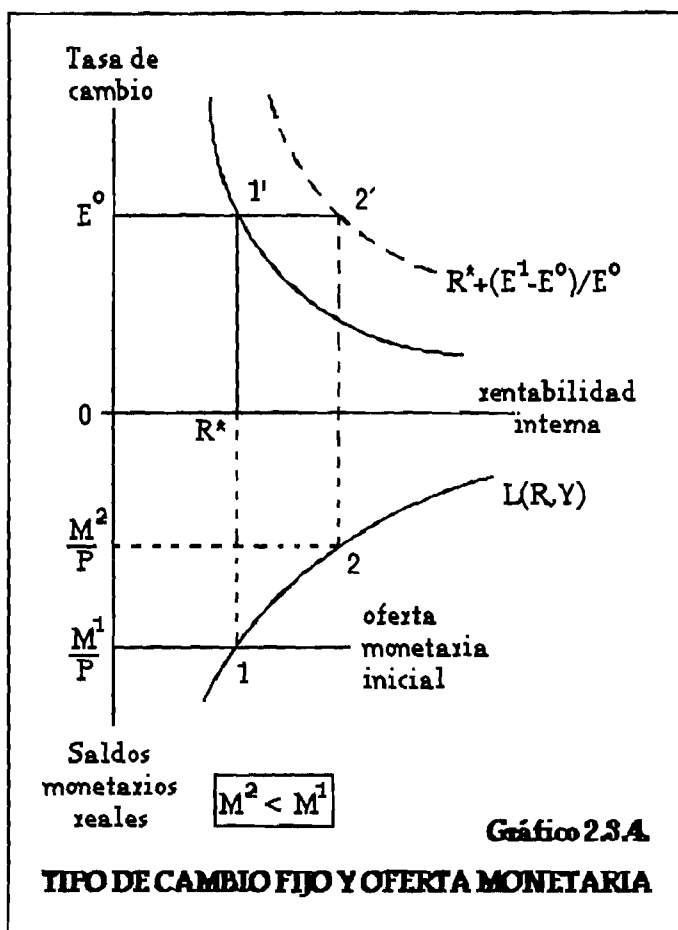
discutían en el Congreso nacional, tendientes a aumentar las disponibilidades bancarias,⁴¹ la reserva llegaría a su punto más bajo en febrero de 1932, mes en que se decretó la inconvertibilidad, con apenas 13'965.508 sucres oro (Cuadro 3). En noviembre de 1931 una ley de emergencia del Congreso reformó el art. 78 de la Ley Orgánica del Banco Central, reduciendo al 25 por ciento la reserva legal de sus depósitos y al 50 por ciento para la convertibilidad de sus billetes en circulación. Esta modificación pretendía, al menos formalmente, evitar que la institución siguiera incurriendo en la anómala situación en la que quedó luego de la inconvertibilidad decretada por el Banco de Inglaterra (Véase Gráfico 2.1.1.). Esta era la primera injerencia política directa en el estatuto del Banco Central.



¿Cómo explicar este proceso? El objetivo de política del Banco Central consistía en mantener la tasa de cambio dentro de la banda predeterminada: 5,06 - 4,94 sucres por dólar. De hecho, como se ha visto, a partir de 1931 el tipo de cambio (dígase E^0) debió mantenerse en el "punto de exportación del oro", a costa de un rápido deterioro de la reserva internacional, cada vez menos sostenida por una balanza comercial francamente desfavorable (Véase Cuadro 9). Esto produjo en los mercados cambiarios la expectativa de una futura devaluación, que fijaría el cambio en un punto E^1 , superior a E^0 . Esto se puede ilustrar en la parte superior del Gráfico 2.3.4., que muestra el cambio de expectativas, trasladando hacia la derecha la función de pendiente negativa que expresa la tasa de rentabilidad esperada, en términos de moneda nacional, de

activos en moneda extranjera. Siendo el tipo de cambio todavía E^0 , el equilibrio en el mercado de divisas, indicado por el punto 2', requiere un incremento en los tipos de interés internos, de R^* a $R^* + (E^1 - E^0)/E^0$, que sería el nuevo nivel de rentabilidad esperada en moneda doméstica, de activos en divisas.

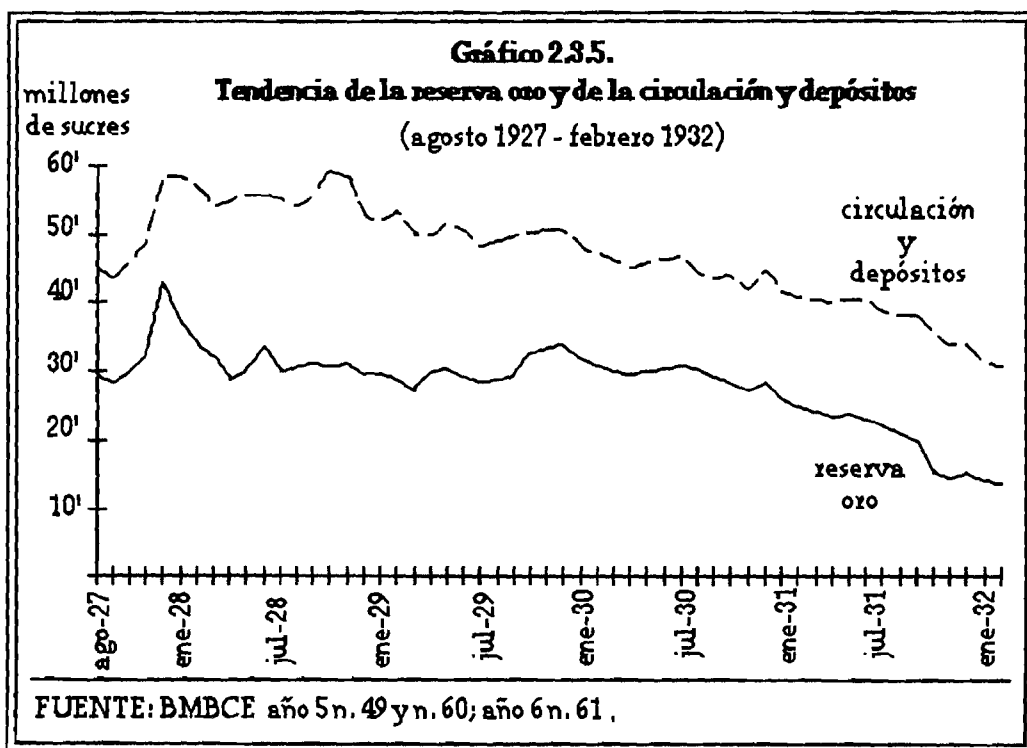
Sin embargo, al inicio del proceso la tasa de interés permanece en R^* , inferior a la nueva tasa de rentabilidad esperada. Este hecho provoca un exceso de demanda de activos divisas. Como el objetivo de política era mantener el tipo de cambio en E^0 , el Banco Central se vio



obligado a vender reservas externas (oro), disminuyendo al mismo tiempo la oferta monetaria (Véase Gráfico 2.3.5.). La intervención del Central implicó una paulatina restricción de medios de pago, tratando de encontrar un nuevo equilibrio en el mercado de dinero con una nueva tasa de rentabilidad ($R^* + (E^1 - E^0)/E^0$). El instituto emisor solo podía, para tratar de contener el ataque especulativo, elevar las tasas de descuento, única arma -insuficiente por lo demás- disponible para defender las reservas del país. Esta elevación rebasó el interés máximo permitido por el Código Civil, lo que fue aprovechado por los

críticos de la institución para además acusarla de usura.⁴² A continuación, la expectativa de una inminente devaluación condujo a la crisis de balanza de pagos detonada exógenamente por la decisión del Banco de Inglaterra de no convertir más oro. La aguda disminución de las reservas (Véase Cuadro 3) también obedeció a la huida de capitales: durante todo el año de 1931 y los dos primeros meses de 1932 los agentes se dedicaron a cambiar la composición de sus carteras, vendiendo moneda nacional al Banco Central a cambio de divisas que este último tenía la obligación de canjear a 5,06 sucres por dólar.

Resulta evidente, luego del análisis efectuado con el Gráfico 2.3.4., que la autoridad monetaria había perdido todo control sobre la oferta de medios de pago y, lo que es más, se encontraba desconcertada ante la severidad de la crisis, pues mientras por una parte reducía la oferta de dinero, por otra otorgaba cantidades inusuales de crédito al público, lo



que facilitó el ataque a la reserva ocurrido durante todo el año de 1931 y los dos primeros meses de 1932.⁴³

¹ Esto ocurrió, por ejemplo, en febrero de 1928, cuando la compra de giros ascendió a 142.104 sucres, mientras la venta alcanzó 1'689.778 sucres; y en marzo del mismo año, cuando la compra llegó solo a 574.941 sucres y la venta se disparó a 2'783.633 sucres, recibiendo la responsabilidad de este fenómeno el atraso de la cosecha de cacao: "Es probable que mientras los arribos de cacao no se normalicen, la demanda de letras continuará superior a la oferta; pero tan pronto como aquellas estén en toda su fuerza, el Banco podrá recobrar con exceso las sumas vendidas y, aun, variar de acuerdo con las circunstancias del mercado, las actuales cotizaciones." BMBCE, año 1 n. 8 (marzo de 1928), año 1 n. 6 (abril de 1928), p. 5.

² INFORME QUE EL MINISTRO DE HACIENDA, CRÉDITO PÚBLICO, BANCOS, MINAS, COMERCIO Y MARCAS DE FABRICA PRESENTA A LA NACIÓN, JULIO 10 DE 1930, Quito, Talleres Tipográficos Nacionales, pp. 25-26.

³ BMBCE, año 4 n. 40 (noviembre de 1930), p. 7.

⁴ BMBCE, año 5 no. 58 (mayo de 1932).

⁵ BMBCE, año 2 n. 18 (enero de 1929), p. 6.

⁶ Ibid, p. 6.

⁷ En la fase más aguda de la crisis del patrón oro, el Central seguiría lamentándose de este hecho, sin tomar ninguna medida en contrario: "El valor de la exportación sigue decreciendo, y los precios de nuestros principales artículos no tienden a mejorar en los mercados de consumo. La cosecha de cacao, base fundamental de nuestra economía, dejará, según autorizadas informaciones, muy pobre rendimiento, restándose así más todavía las escasas disponibilidades del mercado monetario, con repercusión sensible sobre el crédito y las actividades importantes que se nutren de él ..." BMBCE, año 4 n. 46 (mayo de 1931), p. 11.

⁸ INFORME QUE EL MINISTRO DE HACIENDA, CREDITO PÚBLICO, BANCOS, MINAS, COMERCIO Y MARCAS DE FABRICA PRESENTA A LA NACIÓN, JULIO 10 DE 1930, Quito, Talleres Tipográficos Nacionales, p. 175.

⁹ BMBCE, año 2 n. 24 (julio de 1929), p. 5.

¹⁰ Ibid., p. 9.

¹¹ BMBCE, año 3 n. 25 (agosto de 1929), p. 11.

¹² BMBCE, año 3 n. 26 (setiembre de 1929), p. 12.

¹³ INFORME QUE EL MINISTRO DE HACIENDA, CRÉDITO PÚBLICO, BANCOS, MINAS, COMERCIO Y MARCAS DE FABRICA PRESENTA A LA NACIÓN, JULIO 10 DE 1930, Quito, Talleres Tipográficos Nacionales, p. 120.

¹⁴ BMBCE, año 3 n. 27 (octubre de 1929), p. 12.

¹⁵ BMBCE, año 3 n. 28 (noviembre de 1929), p. 10.

¹⁶ BMBCE, año 1 n. 12 (julio de 1928), p. 15.

¹⁷ BMBCE, año 2 n. 22 (mayo de 1929), p. 7.

¹⁸ BMBCE, año 2 n. 20 (marzo de 1929), p. 5.

¹⁹ BMBCE, año 2 n. 17 (diciembre de 1928), p. 5.

²⁰ BMBCE, año 3 n. 26 (setiembre de 1929), p. 11.

²¹ BMBCE, año 2 n. 17 (diciembre de 1928), p. 6.

²² BOLETÍN DE HACIENDA n. 5 (octubre de 1928), pp.. 42-43.

²³ INFORME QUE EL MINISTRO DE HACIENDA, CRÉDITO PÚBLICO, BANCOS, MINAS, COMERCIO Y MARCAS DE FABRICA PRESENTA A LA NACIÓN, JULIO 10 DE 1930. Quito, Imprenta Tipográfica Nacional, pp. 70-72.

²⁴ BMBCE, año 2 n. 22 (mayo de 1929), p. 5.

²⁵ BMBCE, año 2 n. 24 (julio de 1929), p. 5.

²⁶ BMBCE, año 4 n. 37 (agosto de 1930), p. 9.

²⁷ BMBCE, año 4 n. 42 (enero de 1931), p. 16.

²⁸ BMBCE, año 4 n. 40 (noviembre de 1930), pp. 10-11.

²⁹ Boletín de Hacienda n. 4 (setiembre de 1928), contratapa.

³⁰ BOLETÍN DE HACIENDA n. 5 (octubre de 1928), p. 42.

³¹ BMBCE año 4 n. 41 (diciembre de 1930), p. 9.

-
- 32 Roxanne Cheesman (1986), p. 290.
- 33 BMBCE, año 3 n. 31 (febrero de 1930), p. 12.
- 34 BMBCE, año 3 n. 32 (marzo de 1930), p. 10.
- 35 BMBCE, año 4 n. 44 (marzo de 1931), p. 5.
- 36 BMBCE, año 4 n. 45 (abril de 1931), p. 13.
- 37 BMBCE, año 4 n. 48 (julio de 1931), p. 11.
- 38 BMBCE, año 5 n. 50 (setiembre de 1931), pp. 18-19.
- 39 BMBCE, año 5 n. 52 (noviembre de 1931), p. 6.
- 40 BMBCE, año 5 n. 50 (setiembre de 1931), p. 22; año 5 n. 52 (noviembre de 1931), p. 12.
- 41 Ibid, p. 10
- 42 BMBCE año 5 n. 53 (diciembre de 1931), p. 17.
- 43 El modelo propuesto para explicar la dinámica de la crisis de 1931-32 ha sido tomado de Paul R. Krugman y Maurice Obsfeld, *ECONOMÍA INTERNACIONAL. TEORÍA Y POLÍTICA* (1994), Madrid, McGraw-Hill - Interamericana de España S.A., pp. 561-563.