

EXPERIMENTOS MONETARIOS Y BANCARIOS EN ARGENTINA: 1861-1930

GERARDO DELLA PAOLERA

Universidad Torcuato Di Tella

RESUMEN

Durante el período 1861-1930, Argentina se rigió por un sistema muy parecido al patrón oro en los años 1867-1876, 1883-1884 y 1900-1913. En los períodos restantes tuvo un patrón papel dirigido, siempre con el objetivo de restablecer la convertibilidad.

En este ensayo se muestra que la sustitución de monedas ya era un fenómeno económico en la economía argentina. Si así fuera, debería matizarse, cuando no rechazarse, la idea de que abandonando el patrón oro, Argentina podía llevar a cabo una política monetaria y bancaria independiente para aislar el nivel de actividad económica de las perturbaciones procedentes del resto del mundo. A medio plazo, los intentos de inflar (deflactar) la economía se tradujeron principalmente en variaciones de los tipos de cambio y/o de los precios.

ABSTRACT

During the 1861-1930 period, Argentina was under a virtual gold-exchange standard regime in the 1867-1876; 1883-1884 and, 1900-1913 years. In the remaining periods, a managed paper standard was in place, always with the aim to restore convertibility.

I show that currency substitution was already an economic phenomenon in the Argentine economy. If currency substitution prevailed, then the notion that Argentina, by abandoning the Gold-Standard rule, could manage an independent monetary and banking policy to insulate the level of economic activity from shocks arising from the rest of the world should be qualified if not dismissed. In the medium run domestic attempts to inflate (or deflate) the economy were mainly reflected in changes in the foreign exchange rates and/or prices.

I. DEL CAOS DEL DINERO-PAPEL A LA APRECIACIÓN: LA ADMINISTRACIÓN MITRE (1862-1868)

I.1. El sistema monetario y bancario

La anexión de la provincia de Buenos Aires en 1860 a la República Argentina cambió las perspectivas económicas y fiscales de la confederación. Para restablecer la confianza en las quebradas instituciones monetarias, bancarias y fiscales, el gobierno federal tuvo que enfrentarse a lo que los historiadores han calificado de un caótico sistema monetario.

En la rica provincia de Buenos Aires, los agentes económicos utilizaban dinero-papel, emitido predominantemente por el Banco de la Provincia de Buenos Aires (BPBA) para realizar sus transacciones diarias. En el resto de las provincias circulaban monedas bolivianas, chilenas, peruanas y otras monedas metálicas, junto con reducidas cantidades de billetes provinciales inconvertibles. Como esas provincias no eran productoras de metales preciosos, la cantidad de monedas y billetes en circulación variaba dependiendo de la situación de su balanza de pagos.

En 1862, la administración Mitre decretó que la Aduana sólo iba a aceptar como moneda de curso legal el dinero-papel emitido por el Banco de la Provincia de Buenos Aires (BPBA) a una paridad de 20 pesos papel por 1 peso fuerte que era el numerario metálico de la economía. Este decreto significó la imposición de una «innovación financiera» destinada a fomentar la utilización del papel moneda como medio de pago. Sin embargo, en el mercado de divisas el tipo nominal siguió siendo de 24 pesos papel por 1 peso fuerte. En 1862, el BPBA, único banco emisor, continuaba bajo jurisdicción provincial y sus estatutos no especificaban ni la cantidad máxima de billetes que podía emitir ni el tipo de activos que había que tener para respaldar esos billetes. No era fácil cambiar las expectativas de devaluación en el mercado de divisas. Aún estaban vivos los recuerdos de la imprudente emisión de papel moneda: durante el período 1859-62, la oferta de papel moneda aumentó un 88 por ciento para financiar el equipo militar que demandaban las guerras civiles.

El gobierno anunció en 1863 que los déficit presupuestarios consolidados iban a cubrirse con emisiones de bonos convertibles y presentó dos alternativas para el *status* futuro del BPBA. O bien la nación asumiría el privilegio de emitir billetes sustituyendo al BPBA, o bien el gobierno defendería el proyecto de establecer un sistema de bancos emisores competitivos para emitir billetes convertibles respaldados por bonos ¹. Ninguno de los dos proyectos fue apro-

¹ Véase Cortés Conde (1989), p. 31.

bado por el Congreso y el BPBA conservó, al menos formalmente, el control de la política monetaria. La nación tendría que esperar hasta 1890 para centralizar la emisión del dinero fiduciario.

I.2. El dinero y los tipos de interés

El periodo comprendido entre 1862 y 1868 podría dividirse en dos subperiodos: (a) 1862-1864, periodo dominado por las expectativas inflacionistas, y (b) 1865-1868, periodo caracterizado por una revaluación del papel moneda y una subida de los tipos de interés nominales y reales. Como se indica en el cuadro 1, el papel moneda se depreció rápidamente, pasando de 22,1 pesos papel por peso fuerte en 1861 a 29 en 1864. El BPBA había aumentado considerablemente la cantidad de papel moneda para financiar las guerras de 1859 y 1861 con el compromiso de volver a comprar los billetes al final del conflicto. Hasta 1863, la administración nacional no pudo negociar con Buenos Aires la amortización del papel moneda a un tipo de cambio de 20 pesos por peso fuerte, según el objetivo original.

En 1864, el gobierno, en connivencia con el BPBA, estableció una Ley de Conversión que había de entrar en vigor el 1 de julio de 1865. No fue posible acumular reservas metálicas para respaldar la convertibilidad, por lo que se pospuso hasta 1867 el «patrón de cambio metálico». Aunque el sistema de convertibilidad estricta fracasó, fue un importante paso en el intento de limitar la emisión de papel moneda por parte del BPBA. En 1864, el banco provincial comenzó a amortizar los billetes para estabilizar el mercado cambiario. La contracción del crédito fue inevitable: durante el periodo 1864-1867, los préstamos en pesos papel disminuyeron un 51 por ciento. La falta de liquidez monetaria llegó a su culmen cuando el crédito existente en pesos papel disminuyó un 27 por ciento en un año, al tiempo que la actividad interior, recogida de forma aproximada por medio de la semi-suma de las exportaciones y las importaciones, aumentó un 21 por ciento.

El sector de exportación (los «hacendados») debatió con las autoridades monetarias lo poco oportuna que era la adopción de una política monetaria restrictiva combinada con un sistema de tipos de cambio fluctuantes. En la cima del ciclo económico, se mostró partidario de un sistema de tipos de cambio fijos que detuviera la apreciación de la moneda, ya que las entradas de metales preciosos aumentarían la cantidad de dinero. La apreciación de la moneda está correlacionada con la subida de los tipos de interés interiores, como muestra la columna (10) del cuadro 1. Y lo que es más importante, el ti-

CUADRO 1
Actividad real, variables monetarias y tipos de interés, 1861-1882

Año	Tipo de cambio (1)	Exportaciones (2)	Importaciones (3)	Base monetaria (4)	Reservas metálicas (5)	Depósitos papel (6)	Dinero (7)	Crédito papel (8)	i* (9)	i (10)	Rendimiento (11)
1861	22,1	—	—	n.a.	n.a.	263	n.a.	179	9,8	7,9	n.a.
1862	24,0	16,1	22,1	n.a.	n.a.	296	n.a.	154	8,0	6,8	n.a.
1863	28,0	18,2	23,2	35,4	14,0	344	711	241	11,3	10,6	n.a.
1864	29,0	18,8	21,8	34,2	32,0	334	718	252	10,0	10,0	15,0
1865	27,4	22,0	27,1	34,7	48,3	321	679	183	10,5	12,2	15,0
1866	24,3	26,7	37,4	37,4	112,3	251	762	129	9,8	14,2	14,7
1867	24,9	33,2	38,8	53,6	30,0	296	978	123	7,0	7,0	11,6
1868	25,0	29,7	42,4	58,8	90,0	324	1.045	260	7,5	8,0	12,6
1869	25,0	32,4	41,2	59,8	15,0	348	1.157	307	7,0	7,0	10,4
1870	25,0	30,2	49,1	63,9	45,0	367	1.247	372	n.a.	n.a.	9,2
1871	25,0	27,0	45,6	80,2	92,5	372	1.423	449	n.a.	n.a.	8,7
1872	25,0	47,3	61,6	96,4	137,5	486	1.824	581	6,0	6,0	8,0
1873	25,0	47,4	73,4	82,7	62,5	487	1.653	687	6,0	6,0	7,6
1874	25,0	44,5	57,8	78,7	110,0	457	1.563	569	—	—	7,8
1875	25,0	52,0	57,6	71,7	85,0	615	1.619	544	8,0	—	8,9
1876	29,4	48,1	56,1	89,5	4,2	622	1.855	546	8,0	—	12,8
1877	29,5	44,8	40,4	79,0	3,6	734	1.832	675	—	—	10,6
1878	32,4	37,5	43,8	87,0	4,2	744	1.862	704	—	—	10,7
1879	31,9	49,3	46,4	85,3	9,9	801	1.937	775	—	—	9,2
1880	28,6	58,4	45,3	86,4	3,7	814	1.836	820	—	—	7,9
1881	25,0	57,9	55,7	82,8	128,0	—	1.921	785	—	—	7,0
1882	25,0	60,4	61,2	74,0	22,0	959	2.065	1.005	—	—	6,9

NOTAS Y FUENTES:

(1) El tipo de cambio es la cotización del peso-papel en función del peso fuerte; los datos de 1861-1867 proceden de Della Paolera (1983), p. 30; los de 1868-1882 de Cortés Conde (1989), apéndice I.

(2) y (3) Exportaciones e importaciones en millones de pesos-oro; los datos de 1862-1866 proceden de Della Paolera (1983), p. 9; los de 1867-1882 proceden de Extracto Estadístico de la República Argentina (1915).

(4) a (7) Cifras en millones de pesos-papel procedentes de Cortés Conde (1989).

(8) Cifras en millones de pesos-papel; los datos de 1861-1867 proceden de Della Paolera (1983), p. 18; los de 1868-1882 proceden de Cortés Conde (1989).

(9) Tipo de interés de los depósitos en metálico, expresado en porcentaje anual; los datos de 1861-1867 son medias del Banco de la Provincia de Buenos Aires y proceden de Della Paolera (1983), p. 28; los de 1868-1882 proceden de Cortés Conde (1989).

(10) Tipo de los depósitos en pesos papel, expresado en porcentaje anual; los datos de 1861-1867 son valores medios del Banco de la Provincia de Buenos Aires y proceden de Della Paolera (1983); los de 1868-1882 proceden de Cortés Conde (1989).

(11) Rendimientos de los bonos del Estado en porcentaje anual; proceden de Cortés Conde (1989), apéndice II, cuadro IV.

po de interés real *ex post* anual de la economía se disparó: pasó de 6,2 por ciento en 1864 a 18,5 en 1865. Alcanzó un máximo sin precedentes de 29 por ciento en 1866 antes de retroceder a una media de 7 por ciento al final de la década ².

La conducta de los tipos de interés reales llevó al gobierno a poner fin a la apreciación del papel moneda. En 1867, se aprobaron dos leyes monetarias: (1) se autorizó al BPBA a emitir billetes metálicos hasta un máximo de 100 millones de pesos papel ³; (2) se estableció una Oficina de Cambios para intercambiar papel moneda por metálico a un tipo de cambio fijo de 25 pesos papel por peso fuerte.

Entre 1867 y 1876, Argentina se integró en el patrón oro internacional.

II. EL PATRÓN DE CAMBIO-ORO DIRIGIDO EN LA PRÁCTICA: DE LA REANUDACIÓN AL COLAPSO (1868-1880)

Puede decirse, ciertamente, que el mandato del presidente Sarmiento, comprendido entre 1868 y 1874, se caracterizó en su mayor parte por una clara expansión económica. Entre 1868 y 1872, las exportaciones y las importaciones aumentaron, en promedio, más de un 50 por ciento. La demanda agregada, impulsada principalmente por las inversiones públicas, se expandió: el déficit acumulado de la administración nacional correspondiente a 1868-1872 era 2,5 veces superior al volumen de ingresos fiscales ⁴. Los déficit se cubrieron con préstamos exteriores y préstamos bancarios.

No deja de ser interesante el hecho de que el gasto público no se transformara en una considerable sustitución de gasto privado. Los rendimientos de los activos financieros disminuyeron durante todo el periodo de convertibilidad. Los tipos de interés interiores, que eran, en promedio, de un 15 por ciento en 1866, eran de un 7,5 por ciento en 1872. En 1871, los tipos del papel comercial y los rendimientos de los bonos del Estado comenzaron a aproximarse a los niveles observados en la economía de Estados Unidos ⁵. La dinámica del

² El tipo de interés real *ex post* se calcula de la manera siguiente: $(1 + i)/(1 + de) - 1$, donde i = tipo de interés nominal interior, de = tasa de devaluación.

³ Las reservas metálicas que respaldaban los llamados billetes metálicos iban a fijarse en un 33 por ciento de la circulación existente; véase Cortés Conde (1989), p. 50.

⁴ El déficit se calcula restando de los ingresos fiscales los gastos totales del sector público y equivale al llamado «Uso del Crédito». Las cifras proceden de Cortés Conde (1989), p. 86.

⁵ En la columna (10) del cuadro 1 mostramos el tipo de los depósitos comerciales, que era del 6 por ciento en 1872; en Estados Unidos, los tipos de interés de los préstamos eran de un 8 por ciento ese mismo año (cifras procedentes de la columna 7 del cuadro 4.8 de Friedman y Schwartz (1982), p. 122).

ajuste era característica de una economía importadora de capital dentro de un sistema de convertibilidad: los considerables superávits de balanza de pagos aumentaban la cantidad de dinero existente en la economía, lo que reforzaba, a su vez, las presiones a la baja sobre los tipos de interés interiores.

Entre 1868 y 1872, la base monetaria aumentó a una tasa anual media de 16 por ciento. El formidable aumento de la demanda de dinero sólo se vio superado por el dinero creado por los bancos (que es igual a la oferta monetaria menos la base monetaria), que creció a una tasa anual media cercana al 20 por ciento durante ese mismo periodo. La composición de las fuentes de expansión de la base monetaria muestra que la inyección de dinero no se debió únicamente al mecanismo automático del patrón oro. Durante el periodo de expansión, cerca del 68 por ciento del aumento de la base monetaria se debió a la entrada de metálico en la Oficina de Cambios. Las emisiones bancarias de billetes metálicos explican el 17 por ciento del crecimiento de la base monetaria. Aunque esta cifra no era cuantitativamente importante en 1872, refleja la debilidad fundamental de la regulación de las instituciones monetarias y bancarias.

El BPBA y el recién fundado Banco Nacional podían «gestionar» dos instrumentos de la política monetaria: (1) el cociente entre las reservas y los depósitos, y (2) la oferta de billetes metálicos de respaldo fraccionario. Las reglas del juego estaban claras para la Oficina de Cambios; los bancos tenían libertad para «deshacer» el ajuste automático.

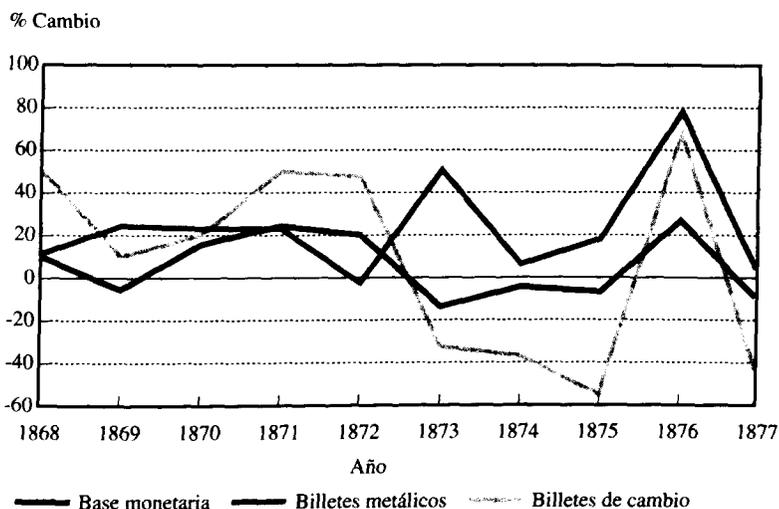
La figura 1 muestra la tasa anual de crecimiento de la base monetaria, de los billetes de la Oficina de Cambios y de los billetes metálicos. Durante el periodo 1868-1872 de expansión económica y entradas de capital, todas las variables monetarias evolucionaron, en promedio, al unísono, lo que induce a pensar que la política bancaria añadió combustible a un mercado de dinero que ya era líquido. La situación interior e internacional comenzó a empeorar en 1873. El gobierno reaccionó a la contracción de la oferta monetaria respaldada por oro aumentando la cantidad de billetes metálicos. Los sucesivos intentos de esterilizar los efectos negativos que producían las salidas de oro en la cantidad de dinero fracasaron y la convertibilidad se abandonó en mayo de 1876. La política monetaria expansiva no se pensó simplemente para impedir la disminución del dinero doméstico, sino para reabastecer las agotadas reservas bancarias del sistema. En la fase inicial de la crisis monetaria, los bancos trataron de reducir el nivel de sus reservas. Sin embargo, la sangría exterior pronto se convirtió en una sangría interior en la que los depositantes ponían a prueba la convertibilidad de sus depósitos en efectivo. El cociente entre las reservas y los depósitos descendió de 20 por ciento en 1872 a 3 por

ciento en 1876. La emisión de billetes metálicos impidió entonces el colapso de los bancos.

La administración Avellaneda (1874-1880) tuvo que hacer frente a la depreciación de la moneda, a las salidas de capital y a una precaria situación presupuestaria ⁶. El sector real de la economía se adaptó casi al instante a la situación de racionamiento del crédito: los déficit comerciales se tradujeron en considerables superávits, muy necesarios para pagar los intereses de la deuda

FIGURA 1

Un patrón de oro-cambio dirigido 1868-77



Todas las cifras son variaciones porcentuales anuales.

exterior. Este resultado se logró adoptando una política monetaria y fiscal restrictiva: el gasto público se redujo un 40 por ciento en términos reales en 1877, la base monetaria se mantuvo fija y el tipo de cambio nominal descendió al nivel en que se encontraba antes del patrón oro: 25 pesos por peso fuerte. Una vez más, el ajuste económico preparó el terreno para la realización de un nuevo experimento monetario.

⁶ En 1876, el déficit presupuestario representaba un 93 por ciento de los ingresos fiscales. Los cálculos se han realizado a partir de las cifras de Cortés Conde (1989), p. 112.

III. EL MARCO INSTITUCIONAL Y LA UTILIZACIÓN DEL ORO DURANTE LOS AÑOS DEL PATRÓN ORO INTERNACIONAL: 1881-1913

III.1. El sistema monetario y la utilización de metálico por parte de los bancos

En 1878, los congresistas de todas las provincias de la Confederación Argentina debatieron la creación de un sistema monetario nacional. En 1881, el Congreso votó una ley de reforma monetaria. La ley monetaria de 5 de noviembre de 1881 introdujo un sistema de patrón bimetálico; las unidades iban a ser el peso oro de 24,89 gramos de una pureza 9/10, y el peso plata de 385,8 gramos de una pureza 9/10 (Art. 1). Con esas definiciones del contenido de oro, el cociente legal entre el oro y la plata era de 15,5 y se establecieron las siguientes paridades con respecto al oro: una libra esterlina = 5,04 pesos oro, un dólar americano = 1,04 pesos oro; cinco francos = 1 peso oro.

Sólo las monedas acuñadas en el país y el «dinero nacional aceptado» eran de curso legal para cancelar todas las deudas privadas y públicas (Art. 5). Había de crearse una casa de la moneda y las monedas metálicas extranjeras debían aceptarse según su valor metálico a cambio de pesos oro y pesos plata.

En 1881, los nuevos billetes emitidos representaban un 73 por ciento del efectivo en circulación ⁷. El problema era cómo sustituir la masa de 822 millones de pesos inconvertibles por los nuevos billetes intercambiables a la par por pesos oro. La ley sólo preveía un mecanismo contable: los bancos emisores debían sustituir, en un plazo de dos años desde la aprobación de la ley, sus emisiones de papel moneda de acuerdo con la nueva unidad monetaria al tipo vigente en el mercado de 25 pesos papel viejos por 1 nuevo peso oro. Sólo tenían el privilegio de emitir los nuevos billetes cinco bancos: el Banco Nacional, el BPBA, el Banco Provincial de Santa Fe, el Banco Provincial de Córdoba y el Otero&Co, que era el único banco privado ⁸.

La ley no hacía referencia alguna al respaldo metálico de la emisión de dinero fiduciario. Las normas que regulaban la relación entre los billetes y los metálicos serían las que establecían los estatutos respectivos de los bancos emisores. Por ejemplo, según su estatuto de 1872, la emisión de billetes convertibles por parte del Banco Nacional no podía superar el doble de su capital; el banco siempre debería mantener unas reservas metálicas equivalentes a

⁷ Véase P. Agote (1882), p. 212.

⁸ Véase John Williams, (1969), p. 35.

una cuarta parte del total de billetes ⁹. El estatuto del BPBA no especificaba ni la cantidad máxima de billetes que podía emitir ni el tipo de activos que había de tener para respaldarlos. En marzo de 1883, el Consejo de Administración aprobó una moción especial según la cual «el metálico que tiene el banco se incrementará a un mínimo de un tercio de los billetes bancarios en circulación...» ¹⁰. Obsérvese que según este sistema, cualquier emisión complementaria de billetes no exigía unas reservas marginales de metales preciosos del 100 por ciento como en el patrón metálico británico ¹¹. Además, el metálico no servía únicamente para respaldar las emisiones de billetes. Dado que las monedas acuñadas en el país iban a ser de curso legal, los bancos podían decidir conceder préstamos y descuentos en metálico, siempre y cuando no violaran los requisitos de reservas monetarias. En suma, las tenencias metálicas iban a tener un doble propósito: en primer lugar, eran un activo para garantizar la convertibilidad y, en segundo lugar, eran un activo que podía utilizarse para saldar las deudas pagaderas en metálico.

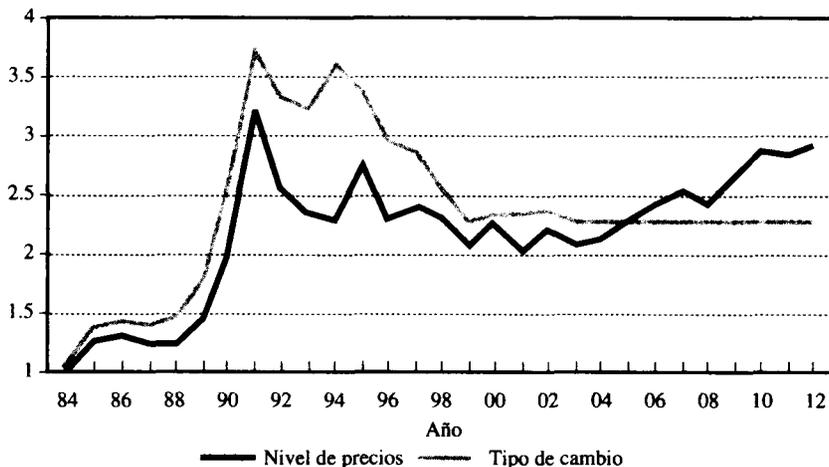
En julio de 1883, el sistema monetario argentino era el de un patrón mixto metálico y fiduciario, en el cual el peso papel se cambiaba a la par por el peso oro. El periodo de convertibilidad sólo duró diecisiete meses. A finales de diciembre de 1884, los bancos emisores no estaban en condiciones de vender oro a la par a todo el que quisiera redimir sus billetes metálicos. En marzo de 1885, el gobierno federal decretó «curso forzoso», es decir, la inconvertibilidad del papel moneda en oro, y declaró que la convertibilidad se restablecería en diciembre de 1886. Pero nunca se consiguió; cuando llegó el mes de diciembre de 1886, la convertibilidad se suspendió indefinidamente; lo que ocurrió después queda reflejado mejor en la figura 2. Desde 1884 hasta 1899, el sistema monetario argentino fue *de facto* un patrón-papel en el que el peso papel fluctuaba frente al oro y, por lo tanto, frente a las monedas mundiales más importantes. La prima del oro se mantuvo estable en los dos años posteriores a la suspensión de la convertibilidad, pero a partir de entonces se disparó hasta 1891, al igual que el nivel de precios. Tras la crisis financiera de 1891 que significó la quiebra del Banco Nacional y del BPBA, el gobierno se comprometió a adoptar una estricta política desinflacionista con el fin de restablecer un pa-

⁹ Véase Norberto Pinero (1921), p. 247.

¹⁰ Véase Horacio Juan Cuccorese (1972), artículo tercero, p. 297.

¹¹ Para el resto de los bancos emisores se estableció un sistema similar de reservas fraccionarias basadas en el metálico en sus respectivos estatutos. En el caso del Banco de Córdoba, las reservas metálicas debían representar un 45 por ciento de la emisión; en el del Banco de Santa Fe, «el banco podría aumentar la emisión, proporcionalmente a su capital y sus recursos». Véase Pedro Agote (1887), pp. 218-225 y 212-215.

FIGURA 2

Nivel de precios y tipo de cambio 1883-1912

trón-mercancía. Como se observa claramente en la figura, la deflación duró hasta 1899.

En noviembre de ese mismo año, el Congreso aprobó una ley de conversión propuesta por el Ejecutivo. Se crearía una Caja de Conversión, concebida exactamente igual que el departamento de emisión del Banco de Inglaterra, que cambiaría mecánicamente billetes nacionales por oro y oro por billetes nacionales a cualquiera que lo solicitara y a un tipo de cambio fijo de 2,27 pesos papel por un peso oro. Ese tipo, al ser el tipo de mercado, significaba que Argentina, en lugar de rebajar su peso oro creado en 1881, optó por devaluar su dinero papel para conseguir la convertibilidad. Ésta consiguió mantenerse hasta el estallido de la Primera Guerra Mundial en 1914.

En suma, Argentina había adoptado legalmente el oro y la plata como base de su sistema monetario en 1881. El establecimiento de un patrón-mercancía creíble en el que las monedas metálicas circulaban en igualdad de condiciones con los billetes de papel fracasó en 1884. En 1899, Argentina se reintegró en el patrón oro. Sin embargo, el patrón oro argentino iba a ser un patrón de cambio-oro muy diferente del patrón oro y plata pretendido inicialmente.

III.2. El papel y la utilización del oro y la plata por parte del público

Un útil punto de partida para valorar la repercusión de la estructura institucional y sus cambios en las expectativas del público es evaluar el papel y la utilización de metálico por parte de éste. Aunque hay pocas medidas cuantitativas de las tenencias de oro y plata por parte del público, los estudiosos de esa época señalan que las monedas de oro y plata nunca se utilizaban en general para realizar transacciones monetarias interiores.

Algunos estudios recientes coinciden en que durante el periodo posterior al abandono del patrón-mercancía, la cantidad de metálico en circulación era insignificante en relación con la cantidad de efectivo. Por ejemplo, Alec Ford ¹² señala que

«... En 1896, cuando dejó de acuñarse oro, se habían emitido monedas de oro por valor de 31,7 millones de pesos oro (cerca del cuádruple de la emisión original planeada); sin embargo, en 1896 no circulaban monedas de oro, como tampoco lo hacían en 1881...»

Sin embargo, la importancia relativa del metálico como medio de pago no aporta la información monetaria pertinente sobre el periodo intermedio, es decir, 1885-1896.

Para valorar la importancia del metálico para el público, tenemos que distinguir su uso como medio de pago de su uso como depósito de valor. En primer lugar, es posible que el hecho de que las autoridades monetarias dejaran de acuñar monedas metálicas nacionales no impidiera a los residentes nacionales tener metálico, de la misma manera que en la actualidad el hecho de que el gobierno argentino no tenga poder para emitir dólares americanos no impide a los residentes tener y atesorar cantidades significativas de dólares americanos. En segundo lugar, incluso aunque el oro no circulara como medio de pago generalizado, no deberíamos extraer de esa proposición la conclusión de que el papel del oro como depósito de valor era insignificante.

Para hacernos una idea del orden de magnitud de las tenencias metálicas por parte del público, hemos estimado la cantidad de metálico en manos del público en el periodo 1884-1913.

El stock metálico puede estar en manos de tres categorías de agentes: las autoridades monetarias, los bancos y el público. En otro estudio hemos estimado las tenencias metálicas del sistema financiero nacional, incluidas las au-

¹² A. Ford (1962), p. 93.

toridades monetarias ¹³; a partir de esa cifra se obtiene como residuo el atesoramiento de metálico por parte del público. El cuadro 2 y la figura 3 muestran los resultados correspondientes al periodo 1883-1899, los cuales revelan que el atesoramiento del público se debió al fracaso del sistema monetario. Durante todos los años anteriores a la crisis financiera de 1891, el público como poseedor de activos intentó restablecer el equilibrio en sus carteras ante la depreciación prevista del papel moneda, demandando oro para protegerse de la inflación.

CUADRO 2

Stock metálico argentino (millones de pesos-oro, 31 de diciembre)

Año	Stock metálico inicial $I(t-1)$ (1)	Flujo metálico neto (2)	Stock metálico final $I(t)$ (3)	Metálico en los bancos (4)	Atesoramiento de metálico por parte del público (5)
1883	—	—	22,5	19,5	3,0
1884	22,5	0,4	22,9	20,7	2,2
1885	22,9	-2,1	20,8	17,4	3,4
1886	20,8	12,3	33,1	26,5	6,6
1887	33,1	-0,1	33,0	21,9	11,1
1888	33,0	36,1	69,1	52,7	16,4
1889	69,1	-16,7	52,4	22,0	30,4
1890	52,4	1,9	54,3	10,0	44,3
1891	54,3	7,5	61,8	7,9	53,9
1892	61,8	4,5	66,3	9,1	57,2
1893	66,3	3,7	70,0	11,8	58,2
1894	70,0	2,9	72,9	10,7	62,2
1895	72,9	4,6	77,5	13,0	64,5
1896	77,5	3,9	81,4	12,9	68,5
1897	81,4	-4,3	77,1	12,3	64,8
1898	77,1	5,7	82,8	13,4	69,4
1899	82,8	1,7	84,5	18,4	66,1

FUENTES: Della Paolera (1988), cuadro 32, apéndice C.

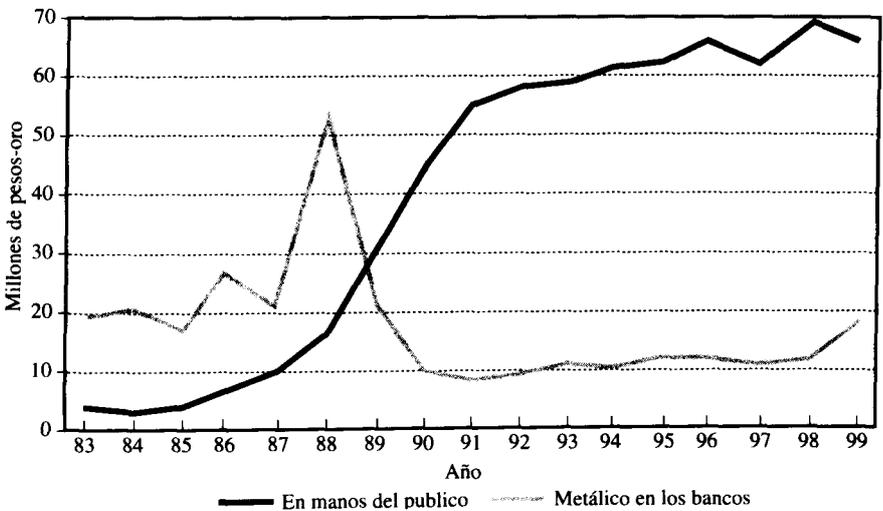
Lo importante en este caso es que si el público intenta huir del peso papel y opta por el oro y las autoridades monetarias no se comprometen previamente a fijar el tipo de cambio entre los pesos papel y el oro, suponiendo que la

¹³ Explicación en Della Paolera (citado en adelante como GDP, 1988), columna 9, cuadro 29, apéndice C.

cantidad de oro se mantiene estable, es de esperar que suba la prima del oro. Sin embargo, la evidencia histórica es más compleja. Llama especialmente la atención la acusada «reasignación» de metales preciosos entre el público y el sistema bancario que se produjo durante el periodo 1888-1891. La demanda de oro por parte del público fue financiada por el sector bancario, especialmente por los bancos emisores, que lo suministraban con el fin de defender los billetes de las expectativas de devaluación. La fluctuación «sucia» cesó una vez que se agotaron las reservas bancarias metálicas en 1890. En 1891, año de

FIGURA 3

Tenencias metálicas de Argentina, 1883-1899



la crisis financiera, las tenencias de metales preciosos por parte del público representaban un 90 por ciento de la cantidad total, mientras que al comienzo del «experimento» monetario representaban un 15 por ciento. Durante el resto del siglo no se restableció la confianza en el sistema bancario y se mantuvieron casi las mismas proporciones relativas.

Durante el patrón oro las tenencias de metales preciosos por parte del público perdieron importancia relativa, hecho que debería esperarse de un tipo de cambio fijo y creíble entre el papel y el oro.

III.3. La evidencia histórica y el proceso de la oferta monetaria

Inicialmente hemos centrado la atención en cuatro periodos diferentes: a) el periodo posterior a la suspensión de la convertibilidad (1884-1889); b) los años 1890 y 1891, conocidos con el nombre de los años de la crisis de Baring; c) el periodo de estabilización y reforma fiscal que siguió a la crisis de Baring (1892-1899), y d) el periodo en que Argentina se rigió por el patrón oro con tipo de cambio fijo (1900-1913).

Posteriormente, hemos subdividido el primer periodo en el periodo 1884-1887, que llamamos la vuelta a la convertibilidad, y el periodo 1887-1889, el periodo de reforma bancaria. Por último, también hemos considerado los años 1884-1899, que fueron el periodo de patrón-papel, el periodo posterior a la crisis, 1892-1913 y el periodo en su conjunto 1884-1913.

Los cuadros 3 y 4 muestran datos de cada uno de los periodos y subperiodos. En el 4 mostramos los determinantes próximos de la oferta monetaria argentina correspondiente a los 10 periodos considerados utilizando el conocido modelo propuesto por Friedman-Schwartz y Cagan ¹⁴.

Contiene: a) la variación porcentual de los determinantes próximos del dinero; b) la proporción de la variación porcentual de la cantidad de dinero atribuible a sus determinantes próximos; c) la proporción de la variación de la cantidad de dinero explicada por las variaciones de la base monetaria y del crédito bancario; d) la proporción de la variación total de la base monetaria atribuible al metálico y a los activos interiores. La figura 4 muestra los determinantes próximos del multiplicador del dinero.

Los años de expansión: 1884-1890

Este es el periodo que J. Williams ¹⁵ denominó periodo del «gran endeudamiento»:

«... El endeudamiento se mantuvo durante toda la década de 1890, culminando en préstamos de tal magnitud que probablemente nunca se han repetido por parte de un país que tenía una población tan escasa como era Argentina...» ¹⁶.

¹⁴ Friedman y Schwartz (1963) y Cagan (1965).

¹⁵ J. Williams (1969).

¹⁶ Véase Williams (1969), p. 3.

Las estimaciones revisadas confirman la importancia de las transferencias europeas de capital a la economía argentina: entre 1884 y 1890, el país absorbió un 11 por ciento de las nuevas emisiones de cartera del mercado de Londres; Norteamérica, cuya población era veinte veces mayor que la de Argentina, absorbió un 30 por ciento de las nuevas emisiones¹⁷. La mayor parte del capital extranjero se utilizó para financiar los cambios de la composición de la producción del país recientemente asentado. La mayor parte de la inversión se destinó a la construcción de proyectos de infraestructura social, a la mejora del suelo cultivable y a la expansión de la red ferroviaria. Cuando a mediados de la década de 1890 los inversores europeos se enamoraron especialmente de las acciones argentinas, el gobierno federal y los provinciales capitalizaron el impulso y pidieron préstamos con fines fiscales. Durante el periodo de expansión, la administración federal aumentó el nivel de endeudamiento en relación con la producción real, pasando de una proporción del 64 por ciento en 1884 a un 101 por ciento en 1890¹⁸. La facilidad con que Argentina accedió a los mercados londinenses de capital tuvo importantes consecuencias para la gestión de la deuda fiscal; la posibilidad de emitir bonos del Estado en el exterior amplió las demás fuentes, relativamente restringidas, de ingresos fiscales, a saber, los impuestos sobre el comercio exterior y la financiación inflacionista.

Al comienzo del periodo, uno de los objetivos de la política fiscal era restablecer el patrón oro. La reanudación se consideraba un paso necesario que fomentaría la entrada de capital privado del extranjero reduciendo la incertidumbre sobre el tipo de cambio. Observando las cifras de los cuadros 3 y 4, nos sentimos tentados a concluir que el «precompromiso» de las autoridades monetarias a volver a la paridad produjo un efecto positivo en varios aspectos: los bancos aumentaron su nivel de reservas, a la espera del periodo de convertibilidad (por ejemplo, el cuadro 4 muestra que en 1884-87 el coeficiente de

¹⁷ Las estimaciones correspondientes a Argentina proceden de A. Ford (1962), p. 148, y se definen como las emisiones londinenses para Argentina; las emisiones londinenses totales proceden de Mathew Simon (1968) (comp.), p. 38. Norteamérica comprende Canadá y Estados Unidos.

¹⁸ El nivel de deuda pública es la cantidad de deuda consolidada pendiente estipulada en pesos y moneda fuerte. En 1884 ascendía a 197,6 millones de dólares-oro, o sea, 3.218,2 millones de pesos de 1950; la producción real puede estimarse en 4.991,8 millones de pesos de 1950. En 1890, la deuda consolidada ascendía a 361,3 millones de dólares-oro, o sea, 7.398 millones de pesos de 1950; la producción real ascendía a 7.348. Las cifras correspondientes a la deuda son mis estimaciones revisadas a partir de *MH* = Memorias de Hacienda de la República Argentina y V. Vázquez-Preledo (1971), p. 93; la producción real procede de GDP (1988), apéndice D. Para las cifras anuales, véase GDP (1988), cuadro 37, apéndice D.

CUADRO 3

Descripción del período 1884-1913

Período	1884-87 (1)	1887-89 (2)	1884-89 (3)	1890 (4)	1891 (5)	1892-99 (6)	1884-99 (7)	1892-13 (8)	1900-13 (9)	1884-13 (10)
Número de años	3	2	5	1	1	7	15	21	13	29
A. Variación porcentual de:										
(1) Cantidad de dinero	47,3	58,3	105,2	11,1	-25,8	18,0	101,2	146,4	124,5	229,6
(2) Base monetaria	53,0	25,5	78,5	40,4	6,4	3,4	136,1	107,2	102,6	239,9
(3) Dinero bancario	42,7	80,2	122,9	-8,1	-63,9	48,9	60,6	208,8	151,7	220,6
(4) Producción real	17,2	25,3	42,5	-4,5	-11,7	30,6	65,5	109,0	80,8	143,9
(5) Precios	19,7	18,4	38,1	33,9	44,5	-22,3	71,5	14,0	24,3	107,8
(6) Tipo de cambio	30,0	28,8	58,8	36,0	37,1	-38,0	81,1	-37,1	-1,7	82,0
(7) Precios británicos	-14,4	4,6	-9,8	-0,1	3,4	-9,2	-21,3	14,2	15,3	2,1
B. Variación porcentual anual de:										
(8) Cantidad de dinero	15,8	29,1	21,1	11,1	-25,8	2,6	6,7	7,0	9,6	7,9
(9) Base monetaria	17,7	12,8	15,7	40,4	6,4	0,5	9,1	5,1	7,9	8,3
(10) Dinero bancario	14,2	40,1	24,6	-8,1	-63,9	7,0	4,0	9,9	11,7	7,6
(11) Producción real	5,7	12,7	8,5	-4,5	-11,7	4,4	4,4	5,2	6,2	5,0
(12) Precios	6,6	9,2	7,6	33,9	44,5	-3,2	4,8	0,7	1,9	3,7
(13) Tipo de cambio	10,0	14,4	11,8	36,0	37,1	-5,4	5,4	-1,8	-0,1	2,8
(14) Precios británicos	-4,8	2,3	-2,0	-0,1	3,4	-1,3	-1,4	0,7	1,2	0,1
C. Nivel medio de:										
(15) Multiplicador	2,1	2,6	2,4	2,2	1,6	1,5	1,9	1,7	1,9	1,9
(16) Velocidad-renta	1,8	1,5	1,6	1,7	3,1	2,8	2,3	2,5	2,3	2,3
(17) Stock de oro/Base (%)	26,0	37,0	32,0	22,0	24,0	26,0	28,0	35,0	40,0	33,3
(18) Atesoramiento/Base (%)	5,0	13,7	8,6	18,0	20,0	22,0	16,6	16,4	13,3	15,0
(19) Activos insolventes/Préstamos (%)	6,8	5,6	6,2	19,5	21,0	1,5	—	1,3	1,2	—

NOTA: Todos los cálculos comparan el año inicial con el año final del período.

FUENTES por filas:

- (1)-(3) Las cifras correspondientes a la cantidad de dinero, la base monetaria y el dinero bancario proceden de GDP (1988), apéndice B, cuadro 30.
- (4) En el caso del período 1884-1899, he calculado un índice de actividad real extrapolando el producto interior bruto de 1900-1927 a precios de 1950 para esos años basándome en las series siguientes: volumen físico de exportaciones e importaciones; los índices de comercio indirecto que comprenden las toneladas transportadas por ferrocarril y barco, los pasajeros transportados por ferrocarril; la población; las cifras de la inversión bruta comprenden la construcción del sector público, la construcción no agrícola privada y las inversiones en ferrocarriles. En el caso del período 1900-1913, el producto interior bruto a precios de 1950 procede de C.E.P.A.L. (1958), cuadro 1, p. 3. Véase GDP (1988), columna 6, cuadro 37, apéndice D.
- (5) Se ha elaborado un índice de precios al por mayor correspondiente al período 1882-1913 basado en dos índices implícitos: el precio implícito de las exportaciones de Diéguez (1972) y el precio implícito de las importaciones de Ford (1955). Los pesos aplicados son los del presupuesto de las familias de clase obrera estimados por Roberto Cortés Conde (1976) para el período 1883-1912. Para un análisis detallado del sistema de ponderación utilizado, véase GDP (1988), columna 4, cuadro 37, apéndice D.
- (6) El tipo de cambio es el número de pesos-papel por peso-oro. Procede de J. Álvarez (1929), pp. 122-3.
- (7) Los precios británicos son los índices de precios al por mayor del Board of Trade procedentes de B. R. Mitchell (1971), p. 476.
- (8)-(14) Compuesto mediante una función continua, o sea, la variación del logaritmo natural de la variable de cada período se dividió por el número de años y se multiplicó por 100.
- (15) Véase (1)-(3); el multiplicador del dinero es el cociente entre la cantidad de dinero y la base monetaria.
- (16) La velocidad-renta es la producción real dividida por los saldos reales de caja en pesos de 1950. Serie basada en (1), (4) y (5).
- (17) Stock metálico en pesos-oro dividida por la base monetaria en pesos-papel; el cociente se calcula a la par. Para las fuentes, véase el cuadro 2.
- (18) El atesoramiento es la diferencia entre el stock metálico total y el metálico que tienen los bancos (incluidos los saldos del Tesoro). Las series en las que se basa se encuentran en el cuadro 2.
- (19) Este indicador se ha elaborado para los dos principales bancos: el Banco Nacional y el Banco de la Provincia de Buenos Aires como un indicador aproximado de la solvencia de los bancos autorizados por el Estado.

CUADRO 4

El proceso de la oferta monetaria 1884-1913

Período	1884-87 (1)	1887-89 (2)	1884-89 (3)	1890 (4)	1891 (5)	1892-99 (6)	1884-99 (7)	1892-13 (8)	1900-13 (9)	1884-13 (10)
A. Variación de la cantidad de dinero (%)	47,3	58,2	105,5	11,1	-25,8	18,0	101,2	146,4	124,5	229,6
B. Determinantes próximos de la variación de la cantidad de dinero:										
(1) Base monetaria	53,0	25,5	78,5	40,4	6,4	3,4	136,1	107,2	102,6	239,9
(2) Cociente efectivo-dinero	1,2	6,4	8,4	-31,9	-32,2	10,4	-18,5	18,6	11,6	-0,3
(3) Coeficiente de reservas	-6,9	20,3	14,4	-2,6	-8,0	2,4	-27,4	9,3	6,9	-10,6
(4) Interacción de los cocientes	0,0	6,0	4,2	5,2	8,0	1,8	11,0	11,3	3,4	0,6
C. Proporción de la variación de la cantidad de dinero atribuible a la variación de:										
(5) Base monetaria	1,12	0,44	0,74	3,64	-0,25	0,19	1,34	0,73	0,82	1,04
(6) Cociente efectivo-dinero	0,02	0,11	0,08	-2,87	1,25	0,58	-0,18	0,13	0,09	0,00
(7) Coeficiente de reservas	-0,16	0,35	0,14	-0,23	0,31	0,13	-0,27	0,06	0,05	-0,05
(8) Interacción de los cocientes	0,00	0,10	0,04	0,47	-0,31	0,10	0,11	0,08	0,03	0,01
D. Proporción de la variación de la cantidad de dinero atribuible a una variación de:										
(9) Base monetaria	0,51	0,17	0,28	1,44	-0,13	0,13	0,73	0,42	0,44	0,50
(10) Dinero creado por los bancos	0,49	0,83	0,72	-0,44	1,13	0,87	0,27	0,58	0,56	0,50
E. Proporción de la variación de la base monetaria atribuible a una variación de:										
(11) Activos interiores	0,84	1,62	1,15	1,08	1,00	1,00	—	—	0,00	—
(12) Metálico	0,16	-0,62	-0,15	-0,08	0,00	0,00	—	—	1,00	—

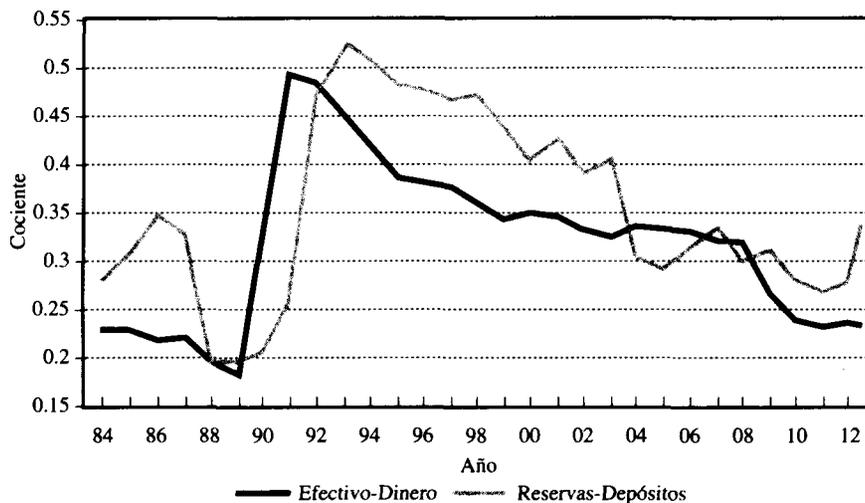
NOTAS:

- (1) En lo que se refiere al período 1884-1887, la base monetaria comprende el metálico existente en los bancos como fuente y como uso de la base. En el caso de 1888-1890, el stock metálico sólo se considera una fuente de la base monetaria. Véase GDP (1988), apéndice B, para una definición de la base monetaria.
- (2) El dinero creado por los bancos es la oferta monetaria menos la base monetaria.
- (3) Todos los cálculos comparan el año inicial con el año final del período.

FUENTES por líneas:

- (1)-(8) Calculados como se describe en GDP (1988), apéndice B.
- (9)-(10) La variación total de la base monetaria y del crédito bancario ponderado por su proporción en el año inicial del período dividida por la variación total de la cantidad de dinero. Series procedentes de GDP (1988), apéndice C.
- (11)-(12) La variación total del oro monetario y el componente interior ponderado por su proporción en el período inicial dividida por la variación total de la base monetaria. En el caso de 1884-1891, el oro monetario es el oro que tienen los bancos emisores en la columna 6 del cuadro 32; en el caso de 1900-1913, véase la columna 7 del cuadro 32.

FIGURA 4

Determinantes del multiplicador del dinero

reservas contribuyó negativamente al crecimiento de la oferta monetaria, es decir, los bancos aumentaron sus reservas metálicas después de la crisis de la convertibilidad de diciembre de 1884); a pesar del abandono del patrón metálico, el nivel de atesoramiento de metales preciosos se mantuvo en torno a un 5 por ciento de la base monetaria o un 2,5 por ciento de la cantidad de dinero; y por último, la inflación creada interiormente se atenuó gracias a la deflación mundial.

La ley de bancos nacionales garantidos

En 1888, el panorama financiero cambió radicalmente cuando el gobierno lanzó un nuevo experimento monetario: la ley de bancos nacionales garantidos. Los artífices de la ley pretendían crear un sistema bancario nacional a imagen y semejanza de la ley monetaria de Estados Unidos de 1867 en la que cualquier organización bancaria que tuviera el capital mínimo exigido podía emitir billetes respaldados por bonos.

En realidad, la ley se alejaba de la americana en dos aspectos fundamentales: a) los billetes americanos respaldados por bonos eran redimibles en oro,

mientras que en Argentina no estaba en vigor el patrón oro, y b) en Estados Unidos los bonos federales utilizables procedían de mercados secundarios activos, mientras que en Argentina se creaban especialmente con el fin de respaldar las nuevas emisiones de billetes, lo que significaba que se creaba nueva deuda pública. Las reglas del juego para comenzar a emitir billetes respaldados por bonos eran las siguientes: los bancos podían emitir papel moneda, siempre que compraran bonos nacionales denominados en oro en la misma cantidad que los billetes que iban a emitirse; los bonos, y este detalle es importante, habían de pagarse en oro; y el oro y los bonos debían de depositarse en el Banco Nacional. Si los bancos mantenían su solvencia, tenían derecho a percibir intereses por los bonos; si quebraban, el Estado vendía los títulos y reembolsaba a los acreedores con los ingresos obtenidos.

En diciembre de 1888, dieciséis bancos fueron autorizados a emitir 39 millones de pesos en billetes garantizados, que era la cantidad máxima que permitía la ley. La mayoría de estos bancos eran provinciales y bancos mixtos que pidieron préstamos al extranjero para comprar los bonos garantizados con oro. Según las estimaciones de Williams¹⁹, los préstamos ascendieron a 47 millones de pesos oro; según las mías, a finales de 1888, la cantidad de oro que garantizaba los billetes del Banco Nacional ascendía a 33,4 millones de pesos oro²⁰. El sistema era una operación de arbitraje por la que los inversores extranjeros participaban implícitamente en la tarea de emitir papel moneda. Desde el punto de vista macroeconómico, era un patrón de cambio-oro implícito «de sentido único» por el que la emisión de 39 millones de pesos-papel estaba respaldada por 33,4 millones de pesos-oro en oro; las reglas del juego eran respetadas estrictamente, ya que casi todas las emisiones complementarias de billetes se respaldaron con unas reservas marginales de oro del 100 por ciento. Pero a principios de 1889 los inversores extranjeros comenzaron a mostrarse reacios a absorber más deuda pública argentina e incluso algunos se deshicieron de grandes cantidades de bonos argentinos en la bolsa londinense²¹. Parecía que Argentina había llegado al límite de su capacidad de endeudamiento; en Buenos Aires, el público comenzó a atacar continuamente el peso-papel ga-

¹⁹ J. Williams (1920).

²⁰ Véase John Williams (1969), p. 58, y PIB (1988), cuadro 29, columna 1, apéndice C.

²¹ En el libro de Charles Kindleberger (1984), se supone eso: «... los alemanes vendieron bonos rusos a Francia e incluso se deshicieron de bonos argentinos en Londres en 1888 y 1889. Se han dado varias explicaciones a la inundación de bonos argentinos: a los inversores comenzó a preocuparles Argentina y empezaron a entusiasmarse con la idea de especular con acciones industriales de su país; o les inquietaba la inestabilidad del tipo de cambio de Argentina, en un momento en el que los inversores británicos tardaban en ver sus implicaciones...», pp. 258-259.

rantido, lo que hizo que éste se depreciara con respecto al oro. El gobierno decidió intervenir en el mercado de divisas para calmar las expectativas de devaluación con parte del oro que garantizaba las emisiones de papel moneda. En marzo de 1889 se vendieron 5 millones de pesos en oro; en diciembre, las reservas de oro del Banco Nacional eran de 5,8 millones solamente y la emisión de billetes «garantidos» ascendió a 73,2 millones de pesos-papel. El gobierno «esterilizó» los efectos de sus propias operaciones de mercado abierto redescantando los billetes absorbidos inicialmente, perpetuando así el exceso de oferta de papel moneda. Una posible justificación ex ante para adoptar esta política era que «manipulando» el mercado de oro para mantener una pequeña prima por el oro, el gobierno trató de indicar a los inversores extranjeros que aún era viable la reanudación de la convertibilidad. En todo caso, el gobierno pensó que manteniendo una entrada continua de metálico, se repondría fácilmente la cantidad de oro perdida. Pero el flujo de capitales disminuyó a finales de 1889 y el gobierno no pudo evitar utilizar los billetes absorbidos inicialmente para comprar oro y pagar los intereses de la deuda exterior. Todo esto constituyó simplemente la quiebra de las reglas del juego de la ley de bancos garantidos.

Los datos de los cuadros 3 y 4 correspondientes al periodo muestran que a) se registra un cambio espectacular en la composición de las carteras de los bancos emisores: existe una relación inversa entre el oro monetario y el papel moneda. Los bancos aumentaron sus pasivos denominados en papel, que estaba respaldado nominalmente con bonos del Estado, pero los bonos de oro nacionales no tenían respaldo; b) el dinero creado por los bancos aumentó un 80 por ciento en el periodo 1887-1889, debido también al efecto multiplicador de la entrada continua de nuevas instituciones en el sistema bancario; c) el coeficiente de reservas contribuyó con un 35 por ciento al crecimiento de la cantidad de dinero; la caída de las reservas de los bancos comerciales podría deberse a un aspecto de la regulación bancaria que permitía a los bancos emisores ya establecidos «utilizar» la mitad de las reservas metálicas previstas por la ley para comprar bonos del Tesoro»²², y d) el nivel de atesoramiento como porcentaje de la base monetaria aumentó, pasando de un nivel estable de 5 por ciento a 15 por ciento, «financiando» el sector bancario el proceso de sustitución por parte del público del papel moneda por metálico. Una de las cuestiones que debemos considerar ahora es cómo se convirtió esta crisis monetaria en una verdadera crisis financiera, por lo que pasamos a analizar la llamada crisis de Baring.

²² Véanse los artículos 26 y 27 de la ley propuesta en Agote (1887), pp. 421-422.

IV. EL PERÍODO 1890-1891

Los años de la crisis de Baring

Analizando los datos monetarios de los años 1890-1891 podemos deducir que la crisis de Baring tuvo graves implicaciones macroeconómicas para la economía argentina. Un notable aspecto que caracteriza los dos años como años de crisis es la discrepancia entre las variaciones de la base monetaria y las variaciones de la cantidad de dinero. En 1890, la base monetaria experimentó un aumento del 40 por ciento que provocó solamente un incremento de la cantidad de dinero de un 11 por ciento; los efectos recesivos se debieron principalmente a la conducta del público. El cociente entre el efectivo y el dinero contribuyó negativamente al crecimiento del dinero y, si sólo hubiera variado dicho cociente, ese año la cantidad de dinero habría disminuido un 32 por ciento. La conducta más cauta de los bancos comerciales también fue un elemento compensatorio, como lo demuestra el aumento del cociente entre las reservas y los depósitos, que contribuyó negativamente a la variación de la cantidad de dinero en circulación. En 1891, la tasa de crecimiento de la base monetaria disminuyó repentinamente a una tasa anual de un 6,4 por ciento, pero la demanda de base monetaria por parte del público se mantuvo y la cantidad de dinero disminuyó un 26 por ciento. El multiplicador del dinero descendió de 2,2 en 1890 a 1,6 en 1891. La quiebra en 1891 del banco comercial más importante, el Banco de la Provincia de Buenos Aires, explicó por sí sola un 31 por ciento de la disminución del multiplicador del dinero. Al principio, la crisis de Baring mostró claramente los síntomas de una crisis bancaria habitual en la que la cantidad de dinero se reduce como consecuencia de un aumento del cociente entre el efectivo y el dinero y del cociente entre las reservas y los depósitos y, además, como consecuencia de la liquidación de algunas instituciones financieras que destruyó depósitos.

Una diferencia fundamental entre esta crisis y otras crisis bancarias características que experimentaron en el siglo XIX países más importantes se halla en que a pesar de que disminuyó la cantidad nominal de dinero, aumentó tanto el nivel de precios como la velocidad-renta del dinero (que es el cociente entre la producción real y la cantidad de saldos reales). El índice de velocidad varió bruscamente, pasando de un valor medio de 1,6 en 1884-1890 a 3,1 en 1891, cifra en la que influyó claramente la quiebra de los bancos emisores. Este resultado no es coherente con nuestra definición de velocidad que subraya el papel del dinero como activo (es decir, la utilización de M2 como definición de dinero). Si definimos una velocidad-transacciones del dinero, calculada

utilizando la base monetaria, se reproduce la pauta anterior: la velocidad de circulación del efectivo pasa de un valor medio de 3,8 en 1884-1891 a 4,9 en 1891 como consecuencia de una situación repentina de falta de liquidez debida a una situación inflacionista extrema. El hecho de que la velocidad no evolucionara suavemente es una manifestación de la manera en que funcionó el sistema fiduciario una vez que cesaron las entradas de capital. En un patrón metálico convencional en el que el metálico constituye un componente fundamental de los activos monetarios, el atesoramiento generalmente aumentaba como consecuencia de una crisis bancaria general y a continuación disminuía la velocidad del dinero para transacciones (que es la producción real dividida por la cantidad de moneda metálica en manos del público no bancario)²³. A mi juicio, ya hemos mostrado que el atesoramiento de moneda metálica ha aumentado continuamente desde 1867 como consecuencia de la incapacidad de las autoridades monetarias para establecer un patrón mixto metálico y fiduciario en el que el papel moneda se intercambiara a la par con el oro; en este sentido, también podemos decir que la velocidad de circulación del metálico, que es la producción real dividida por el efectivo en metálico en manos del público, disminuyó. La diferencia entre la evolución de la velocidad del «papel» y la del metálico indica que una pequeña economía abierta sólo puede tener a muy corto plazo una política monetaria independiente²⁴. En algún momento, la sustitución monetaria comienza a anular las medidas expansivas del gobierno. La política de esterilización de 1888-89 produjo el efecto «benigno» de inflar la economía sin tener inflación a muy corto plazo, pero una vez que se agotaron las fuentes exteriores de dinero, las variables nominales se ajustaron al alza con respecto a sus valores «reprimidos».

Los déficit fiscales, la inflación y la deuda pública: 1885-1893

La crisis de Baring tuvo su origen en el diseño de una política monetaria y fiscal incoherente en Argentina. El cuadro 5 muestra que el gobierno federal no recaudó suficientes ingresos para cubrir sus gastos, por lo que incurrió en persistentes déficit desde 1885 hasta 1893.

²³ Véase Michael Bordo y Lars Jonung (1987), capítulo 3, pp. 22-28.

²⁴ El índice de velocidad del «papel» mostró los siguientes valores: en 1888, 1,3; en 1889, 1,4; en 1890, 1,7, y en 1891, 3,1. El índice de velocidad para transacciones de la moneda fuerte que es el índice de actividad real dividido por el atesoramiento de moneda metálica mostró los siguientes valores: en 1888, 20,2; en 1889, 12,6; en 1890, 8,1, y en 1891, 6,4.

CUADRO 5
El presupuesto 1885-1893 (en millones de pesos)

Año	1885	1886	1887	1888	1889	1890	1891	1892	1893
<i>En millones de pesos</i>									
Ingresos	36,4	42,3	51,6	51,7	72,9	73,0	75,5	110,9	124,7
Gastos	55,1	55,5	67,7	75,9	107,3	95,7	127,2	128,0	122,5
Gasto corregido	55,8	58,0	67,9	85,8	121,0	115,2	127,8	128,0	122,5
Déficit presupuestario corregido	19,4	15,9	16,3	34,1	48,1	42,2	52,3	17,1	-2,2
<i>En millones de pesos-oro</i>									
Ingresos	26,6	30,4	38,2	34,9	40,5	28,3	20,2	33,7	38,5
Gastos	40,2	39,9	50,1	51,3	59,6	37,1	34,0	30,9	37,8
Gasto corregido	40,7	41,7	50,3	58,0	67,2	44,7	34,2	38,9	37,8
Déficit presupuestario corregido	14,1	11,3	12,1	23,1	26,7	16,4	14,0	5,2	-0,7
<i>Déficit corregido en porcentaje de:</i>									
Ingresos	53,3	37,6	31,6	66,0	66,0	57,8	69,3	15,4	-1,8
Gasto corregido	34,8	27,4	24,0	39,7	39,8	36,6	40,9	13,3	-1,7

NOTAS Y FUENTES:

Las cifras proceden de MH — Memorias de Hacienda de la Republica Argentina. Véase GDP (1988), cuadros 34, 35 y 36, apéndice D. Los gastos corregidos son los gastos publicados más la diferencia entre los intereses de la deuda pagados y los pesos presupuestados.

El panorama fiscal cambió radicalmente en 1888 cuando en un solo año los gastos fiscales, corregidos para tener en cuenta el pago de intereses de la deuda, creció un 41 por ciento y los ingresos fiscales se mantuvieron en el mismo nivel que el año anterior. Desde entonces y hasta que se realizaron algunos ajustes fiscales, el gobierno federal generalmente tuvo que recaudar ingresos adicionales equivalentes a casi dos tercios de los ingresos corrientes para cubrir los déficit de cada año. Durante los años reformistas de 1892 y 1893, los presupuestos fiscales tendieron a equilibrarse, al congelarse los gastos en términos nominales, aunque también se produjo una importante corrección al alza en lo que se refiere a los ingresos.

El cuadro 6 contiene datos sobre la relación entre el tipo de cambio, el déficit presupuestario, la tasa de inflación y las variaciones del nivel de deuda pública y reservas. Desgraciadamente, no existen datos detallados sobre la cuantía del papel moneda adelantado directamente al tesoro por los bancos emisores; sin embargo, en este caso la teoría puede sustituir a los hechos. Las cifras de la columna (6) del cuadro 6 se elaboraron suponiendo que los déficit federales se habrían financiado totalmente todos los años con emisiones de papel moneda. En otras palabras, ¿qué habría ocurrido con la tasa de inflación si el producto y la velocidad hubieran permanecido constantes? ²⁵. La comparación de la tasa efectiva de inflación o devaluación con la «contrafactual» permite extraer varias conclusiones importantes.

En 1885, la tasa de inflación es muy parecida a la tasa de inflación fiscal contrafactual, lo que induce a pensar que las autoridades monetarias monetiza-

²⁵ La tasa de inflación contrafactual se calcula de la manera siguiente. En primer lugar, suponiendo que el déficit se monetiza totalmente, obtenemos una tasa hipotética de crecimiento del papel moneda $u(t)$ para cada año dividiendo el déficit de la columna (3) del cuadro 6 por la cantidad de billetes-papel en circulación durante el año inmediatamente anterior. Básicamente, el modelo utilizado es el mismo que se encuentra en la tesis doctoral del autor, GDP (1988), pp. 75-89:

$$\frac{DEF(t)}{DC(t-1)} = \frac{DC(t) - DC(t-1)}{DC(t-1)} = u(t) \quad (5.2')$$

A continuación, la teoría nos dice que el papel moneda en circulación $DC(t)$ multiplicado por la velocidad $V(t)$ debe ser idéntico al producto real $Y(t)$ multiplicado por el nivel de precios $P(t)$, como en la ecuación (5.7):

$$DC(t) \cdot V(t) = Y(t) \cdot P(t) \quad (5.7)$$

Expresado en tasas de variación, tenemos que

$$u(t) + v(t) = y(t) + p(t) \quad (5.7')$$

A continuación, suponiendo que la producción y la velocidad se comportaron como efectivamente lo hicieron, podemos hallar en la ecuación (5.7)' la tasa de inflación contrafactual. Los valores utilizados para calcular la tasa contrafactual se muestran en GDP (1988), cuadro 38, apéndice D.

CUADRO 6

Déficit fiscales, inflación y deuda pública 1885-1893

Año	Tipo de cambio entre el papel y el oro (1)	En MM de pesos-papel			En porcentaje					En MM de pesos-oro		
		Papel moneda total (2)	Déficit presupuestario corregido (3)	Déficit primario (4)	Tasa de inflación (5)	Tasa de inflación fiscal contrafactual (6)	Varación de la deuda pública Var 2 (7)	Varación de las reservas metálicas (8)	Rendimiento de los bonos interiores (9)	Rendimiento de los bonos exteriores (10)	Diferencia con los rendimientos italianos (11)	
1885	1,37	74,8	20,1	5,4	22,8	24,1	-12,7	-4,8	7,90	6,09	1,53	
1886	1,39	89,2	15,9	-1,0	3,1	8,0	23,8	9,1	7,86	5,93	1,79	
1887	1,35	97,3	16,3	0,4	-4,0	3,3	10,5	-5,3	8,79	5,48	1,02	
1888	1,48	129,5	34,2	15,1	0,0	7,9	34,0	23,8	8,02	5,18	0,66	
1889	1,80	163,7	48,1	18,9	19,8	31,2	43,1	-31,2	8,01	5,17	0,59	
1890	2,58	245,1	42,2	12,8	40,9	19,7	11,8	-6,3	10,34	5,83	1,23	
1891	3,74	261,4	52,2	8,8	56,2	62,3	15,7	-0,8	10,28	7,58	2,87	
1892	3,29	281,6	17,1	-15,7	-20,6	-21,8	56,7	0,4	9,15	7,51	2,85	
1893	3,24	306,7	-2,2	-38,8	-6,0	-12,1	1,7	1,2	8,73	7,70	3,07	

NOTAS Y FUENTES por columnas:

- (1) Las cifras proceden de GDP (1988), cuadro 37, columna 2, apéndice D.
- (2) El total de billetes en circulación procede de GDP (1988), cuadro 30, columna 2, apéndice C.
- (3) El déficit presupuestario corregido es el mismo que el del cuadro 7.
- (4) El déficit primario es el déficit presupuestario corregido menos los intereses pagados por la deuda.
- (5) La tasa anual de inflación es la tasa de variación del índice de precios al por mayor elaborado como en GDP (1988), cuadro 37, apéndice D.
- (6) La tasa de inflación contrafactual se explica en el texto.
- (7) La cantidad de deuda procede de GDP (1988), cuadro 36, columna 10.
- (8) Las reservas de oro y plata de los bancos garantizados proceden de GDP (1988), cuadro 32, columna 6, apéndice C.
- (9) El rendimiento porcentual de un bono del Estado interior a largo plazo (emitido en pesos-papel) y cuyo rendimiento también es en pesos-papel) procede de GDP (1988), cuadro 33, columna 2, apéndice D.
- (10) El rendimiento porcentual de un bono del Estado exterior a largo plazo (emitido en libras británicas y cuyo rendimiento es en esa moneda) procede de GDP (1988), cuadro 33, columna 4, apéndice D.
- (11) Las cifras son la diferencia entre el rendimiento de los bonos exteriores argentinos de la columna (10) y el bono italiano a largo plazo similar llamado *rendita italiana*. Las cotizaciones de la *rendita italiana* proceden de GDP (1988), cuadro 33, columna 8, apéndice D.

ron una proporción considerable del déficit presupuestario. Esta posibilidad se ve confirmada totalmente por el hecho de que el gobierno federal habría tenido problemas crediticios viéndose obligado a amortizar parte de la deuda pública (véase la columna 7).

En 1886 y 1887, la deuda adquirida por el público consolidada desempeñó un importante papel en la financiación del déficit; por consiguiente, como puede verse comparando las cifras de las columnas (5) y (6), no existía una correlación clara entre los déficit y las tasas de inflación. En la columna (4), las estimaciones del déficit, una vez descontados los pagos de intereses y la amortización de la deuda pública (lo que suele denominarse déficit primario), revelan que esos años la situación presupuestaria tendió a ser más saludable. El déficit primario se equilibró, lo que influyó positivamente en la percepción de la capacidad del Estado para cumplir sus obligaciones de pagar los intereses de la deuda sin recurrir a una financiación inflacionista, haciendo más creíble su compromiso de volver a la paridad.

Eso significó, a su vez, que el Estado pudo emitir una mayor cantidad de bonos en los mercados de capitales a unos precios mejores. La razón se halla en que existe una relación directa entre el valor de mercado de la deuda pública y la situación prevista de los presupuestos federales. Básicamente, puede demostrarse que el valor de mercado de la deuda pública consolidada en cada momento del tiempo es igual al valor actual de los superávits primarios del Estado ²⁶. Inicialmente, la reacción a las intenciones fiscales y monetarias argentinas fue positiva y en 1888-1889 los precios de los bonos evolucionaron mucho más favorablemente, por lo que los rendimientos exigidos por los inversores para tener activos públicos interiores y exteriores disminuyeron (véanse las columnas (9) y (10)). Otra característica importante fue la importante disminución de la diferencia en relación con un bono a largo plazo europeo comparable, como muestra la columna (11), demostración de que el gobierno tenía una buena clasificación crediticia en los mercados internacionales de capitales.

Pero la disciplina fiscal duró poco y fue precisamente en esos años cuando descarrilaron las finanzas públicas. En 1888, a pesar de que empeoró claramente la situación presupuestaria, las tasas de inflación y de depreciación no guardaron mucha relación con la tasa de inflación contrafactual. Recuérdese que 1888 fue el único año en el que las autoridades monetarias respetaron las reglas del juego establecidas por la ley de bancos garantidos que establecía la

²⁶ Para un análisis teórico detallado de las relaciones entre el valor de mercado de la deuda pública y la política fiscal, véase Sargent (1985) y Dornbusch (1986).

emisión de papel moneda respaldado por oro. Este hecho lo demuestra la estrecha asociación entre el aumento de la cantidad de papel moneda de la columna (2) y el aumento del stock metálico de la columna (8). Obsérvese, a su vez, que la variación de las reservas metálicas vino acompañada de un aumento del nivel de deuda pública, ya que la reforma bancaria se financió por medio de una operación de arbitraje que implicaba la concesión de préstamos negociados en el exterior. Básicamente, la expansión de una base monetaria respaldada por oro fue paralela a la política fiscal expansiva y no se registró ningún cambio espectacular en el nivel de precios ni en el tipo de cambio entre el papel y el oro.

Sin embargo, es evidente que el régimen fiscal cambió a principios de 1889 cuando el gobierno argentino decidió pagar en pesos papel parte de la deuda consolidada denominada en pesos fuertes. La decisión fue equivalente a un incumplimiento parcial de las obligaciones contractuales argentinas y los centros financieros internacionales reaccionaron airados. Este cambio de la economía política argentina fue destacado por *The Economist* (25 de mayo de 1889) en un artículo titulado «Falta de fiabilidad argentina» cuando afirmaba que

«... Es indiscutible que quienes protestan hoy contra la pretensión del gobierno argentino de devolver con papel el préstamo adquirido en pesos fuertes tienen la justicia de su parte... la pretensión del gobierno argentino es un oportuno recordatorio de que no es fiable en sus tratos con sus acreedores, y está bien que los inversores tengan muy presente este hecho, ya que parece que no tardarán mucho en intentar conseguir dinero aquí ... pero la reciente demostración de su falta de fiabilidad, de la que son un ejemplo tanto sus tratos con los tenedores de bonos como su negativa a respetar sus propias leyes, deberían hacer que los inversores se mostraran poco dispuestos a responder a nuevas apelaciones...»

Si es difícil encontrar un argumento económico que explique este brusco cambio en el pago de los intereses de la deuda, aún lo es más comprender por qué el gobierno se embarcó en una política que combinaba el rechazo parcial con una intervención prolongada en el mercado de divisas para estabilizar el valor de los billetes metálicos. La intervención en el mercado de divisas fue una vana estrategia, ya que el público, previendo que la política iba a cambiar y pasar del robustecimiento de la moneda al derroche fiscal, huyó del papel moneda en favor del metálico y provocó un intenso fenómeno de sustitución monetaria. La incoherencia monetaria y fiscal quedó patente a finales de año cuando el gobierno, que ya se encontraba en una situación en la que la deuda había llegado a su límite y en la que las reservas metálicas estaban casi agota-

das, tuvo que dejar de financiar el déficit presupuestario con deuda y empezar a financiarlo con creación de dinero (compárese la evolución del papel moneda y la de las reservas metálicas). Desde entonces y hasta 1891, la política monetaria se volvió endógena al déficit presupuestario, influyendo en la tasa de inflación de la economía. En el periodo 1889-1891, la tasa de inflación acumulada (163,7 por ciento) y la tasa de depreciación acumulada (152,7 por ciento) están estrechamente correlacionadas con la tasa de inflación acumulada contrafactual (154,9 por ciento), lo que induce a pensar que se emitió papel moneda inconvertible para financiar los déficits fiscales acumulados.

Otra importante característica que puede deducirse de la experiencia histórica argentina está relacionada con la dinámica del impuesto de la inflación en presencia de sustitución monetaria. Hemos dicho antes que la evidencia macroeconómica indica que la velocidad varió de forma discreta cuando se comenzó a utilizar otros activos, como el oro, como depósito de valor. En esta situación de las finanzas públicas, la inestabilidad de la velocidad implica que un déficit fiscal real dado, financiado con la creación de dinero, va unido a más de una tasa de inflación.

Este hecho quedó claro con una política económica que acabó agotando toda financiación genuina que existía y de repente se vio obligada a recurrir al impuesto de la inflación para financiar el presupuesto. El déficit de 1885 medido en pesos de 1886 fue igual a 20,7 millones de pesos-papel y pudo financiarse con una tasa de inflación de 24,6 por ciento. El déficit de 1891 fue exactamente igual en términos reales (20,6 millones de pesos de 1886), pero entonces exigió una tasa de inflación de 63,2 por ciento ²⁷.

V. LA ESTABILIZACIÓN, LA DEFLACIÓN Y LA REANUDACIÓN DEL PATRÓN ORO (1890-1899)

En agosto de 1890, Carlos Pellegrini sustituyó a Juárez Celman en la presidencia, en medio de una caótica situación económica y política. Desde el punto de vista económico, el sistema financiero interior estaba desmoronándose, la tasa de inflación había alcanzado niveles sin precedentes y las provincias y el gobierno nacional casi habían incumplido sus obligaciones para con la deuda pública. El presidente Pellegrini trató de ganar tiempo e hizo una importante

²⁷ El déficit de 1885 de 20,1 millones de pesos-papel se deflacta utilizando un factor de 0,97, mientras que el déficit de 1891 de 52,2 millones se deflacta mediante un factor de 2,53 (cifras del nivel anual de precios procedentes de GDP (1988), cuadro 37, apéndice D).

concesión al ala moderada del partido político de mayor auge, la Unión Cívica, nombrando a dos de sus afiliados más destacados para ocupar puestos fundamentales del gabinete: Vicente Fidel López como ministro de Hacienda y Victorino de la Plaza como intermediario para la renegociación de la deuda exterior ²⁸.

La clase política estaba de acuerdo en que la economía estaba maltrecha como consecuencia de la inflación y el caos de las finanzas públicas, pero en nada más. No existía unanimidad en los congresistas y en los responsables de la política económica sobre las medidas económicas que había que tomar para superar la crisis bancaria existente y resolver el problema de la deuda exterior ²⁹.

Este punto de partida es importante para comprender la estabilización y la desinflación que se registraron tras la crisis de Baring. Estas limitaciones políticas habían dejado su huella en el diseño de las medidas macroeconómicas de principios de la década de 1890.

Los cambios fiscales y monetarios institucionales para estabilizar la economía

Durante el gobierno de Juárez Celman ya había algunos tímidos elementos para estabilizar en pesos oro los ingresos fiscales que podían recaudarse en pesos-papel. En 1889, el Congreso votó un impuesto adicional sobre las importaciones de un 15 por ciento para atenuar el descenso de los ingresos fiscales causado por la depreciación del peso-papel. Ese mismo año, los ingresos fiscales se recuperaron un 16 por ciento para caer un 30,1 por ciento en 1890 ³⁰.

En 1890 se aprobó una nueva ley aduanera según la cual la mitad de los derechos comerciales debían pagarse en pesos oro y el resto en pesos-papel a la par. En enero de 1891 el gobierno adoptó finalmente una medida fiscal definitiva y la ley se complementó con las siguientes medidas fiscales: (a) los derechos aduaneros debían pagarse totalmente en pesos-oro o su equivalente en

²⁸ H. S. Ferns (1979), p. 454.

²⁹ La frase más convincente que da una idea del clima político reinante en el momento se debe al presidente Pellegrini en un discurso pronunciado en 1891 en el Congreso en la sesión de apertura el 25 de mayo de 1891: «... Existen una gran diversidad de opiniones sobre los medios para resolver las dificultades en las que nos encontramos inmersos y esta diversidad no me sorprende...», «Mensaje de Carlos Pellegrini al abrir las sesiones del Congreso en mayo 1891», en H. Mabragana, Los mensajes, Buenos Aires, ?, ?, vol. V.

³⁰ Véase MH, 1890, en Sources of Revenue en el apartado Adicional de importación 15%, p. 119; véase A. Martínez (1898), apartado Droit additionnel a l'importation, p. 522.

pesos-papel al tipo entre el papel y el oro vigente en el mercado; (b) se establecería temporalmente un impuesto ad valorem del 4 por ciento sobre las exportaciones de pieles, lana y carne de vacuno, y (c) se introducirían impuestos sobre el consumo interior por primera vez a escala federal.

Este intento de rectificar el régimen fiscal se realizó demasiado tarde; durante 1891, el valor de las importaciones se redujo a la mitad de lo que era un año antes y los ingresos fiscales volvieron a disminuir un 31 por ciento³¹. Al representar los aranceles sobre las importaciones un 65 por ciento de los ingresos fiscales, los ingresos generados por los impuestos en pesos oro no pudieron mejorar a muy corto plazo. La realización de un ajuste total para conseguir un presupuesto equilibrado como condición previa necesaria para eliminar el impuesto de la inflación ya era una tarea inviable; en 1891 habría exigido recortar los gastos, sin contar los intereses, un 62 por ciento.

Por otra parte, la situación presupuestaria empeoraría porque era preciso pagar los intereses de la deuda exterior, cuyo valor en pesos papel aumentaba con la continua depreciación, lo que hizo que los gastos fiscales estuvieran indiciados parcialmente con respecto a la prima del oro. En 1890, los intereses sobre la deuda ascendieron a 11,4 millones de pesos-oro, lo que representa una cuarta parte de los gastos fiscales; en 1891 ascendieron a 11,6 millones, pero la proporción que representaban de los gastos era de un 34 por ciento. De haberse mantenido más o menos esa misma carga de los intereses sobre la deuda en pesos-oro en esos dos años, y si todos los demás gastos se hubieran mantenido constantes en pesos-papel, el nivel de gastos de 1891 habría aumentado un 11,2 por ciento debido exclusivamente a la depreciación del peso-papel.

Al fin y al cabo, eso fue lo que ocurrió en 1891: los gastos aumentaron un 10,9 por ciento porque apenas pudieron realizarse ajustes fiscales.

La nueva administración también intentó modificar el sistema monetario para suspender las emisiones descentralizadas de papel moneda. En octubre de 1890, el poder ejecutivo y el Congreso se pusieron de acuerdo para resolver el problema de la moneda y crearon con ese fin la Caja de Conversión, organismo que asumiría todos los privilegios de emisión de los bancos garantidos y «efectuaría la conversión y amortización gradual del efectivo de curso legal»³².

El Artículo 11 del estatuto de la Caja de Conversión establecía que el go-

³¹ Para el valor de las importaciones totales, véase GDP (1988), cuadro 37, apéndice D.

³² F. Sabsay, «Caja de Conversión-Ley 2741, 7 de octubre de 1890», artículo 1, pp. 615-616.

bierno no sólo aspiraba a estabilizar el papel moneda, sino también a lograr que el peso-papel volviera a tener un valor a la par con el oro: «Una vez que la cantidad de papel moneda amortizado fuera igual a la cantidad de papel moneda emitido por el Banco Nacional o cuando el valor de mercado de la moneda fiduciaria estuviera a la par o casi a la par, el Consejo de Administración de la Oficina de Cambios, de acuerdo con el Ejecutivo, cambiaría el papel moneda por oro, o viceversa, con el objetivo de fijar el valor de la moneda fiduciaria...»³³.

El problema era de dónde saldrían los recursos necesarios para conseguir un plan deflacionista tan ambicioso y, en este caso, las propuestas eran, por supuesto, mucho menos claras. Para redimir el papel moneda, el proyecto preveía la creación de un Fondo de Conversión compuesto por las reservas metálicas de los bancos garantidos (casi agotadas en el momento en que se aprobó la ley), por los bonos públicos emitidos para garantizar el papel moneda y por «cualquier monto que, en virtud de otras medidas legislativas, pudiera destinarse a la conversión del papel bancario y especialmente el dinero procedente de las economías realizadas en los presupuestos generales»³⁴.

Ni que decir tiene que todas estas «acrobacias» institucionales y legales para resolver el problema de la moneda fueron justamente las contrarias a las planeadas, según indican los resultados económicos a corto plazo de 1890. La continua depreciación del peso-papel fue la respuesta del mercado a un gobierno que al imprimir dinero para adquirir recursos reales, volvió la espalda a su propia promesa monetaria; sencillamente, en 1890 las reformas fiscales no concordaban con un mecanismo institucional que exigía un control rápido de la base monetaria.

Para calmar los ánimos en el mercado de divisas, el gobierno intentó refinanciar el pago de los intereses de la deuda exterior con una moratoria de un año por medio de un préstamo de consolidación de cuatro millones de libras, pero las negociaciones se interrumpieron cuando en noviembre de 1890 quebró Baring Brothers³⁵.

El 23 de enero de 1891 el intermediario argentino Victorino de la Plaza firmó finalmente un contrato con un sindicato de bancos de inversión, coordinados por el Banco de Inglaterra, que acordaron conceder al Tesoro un préstamo de consolidación de quince millones de libras con un tipo de interés del 6 por ciento para cubrir totalmente los pagos de intereses de la deuda exterior

³³ F. Sabsay, p. 615-616.

³⁴ Albert B. Martínez y Maurice Lewandowski (1911), p. 343.

³⁵ J. Williams (1920), *op. cit.*, pp. 117-118.

previstos para los tres años siguientes. Como de costumbre, la concesión del préstamo estaba sujeta a varias condiciones, de las cuales la más rigurosa era la que estaba relacionada con la gestión de la política monetaria interior. Mientras que para la Caja de Conversión la contracción del efectivo era una política «deseada» que debía conseguirse en algún momento, el artículo 16 del acuerdo sobre el préstamo de consolidación establecía un calendario preciso para la redención: la Caja de Conversión tendría que retirar de la circulación cada uno de los tres años siguientes quince millones de billetes de banco ³⁶.

En abril de 1891, ante la perspectiva de un endurecimiento de la política monetaria, el gobierno decidió suspender la convertibilidad de los depósitos en moneda de los bancos oficiales que estaban viendo gravemente reducidos sus depósitos y anunció que iban a ponerse en marcha importantes reformas en el sistema bancario.

Para llevar a cabo la reforma bancaria, el Congreso creó en octubre de 1891 el Banco de la Nación Argentina, institución «semipública», que iba a tener un capital de cincuenta millones de pesos y cuyas acciones se ofrecerían por suscripción pública. Pero los inversores —si los había— vieron el proyecto con recelo y se abstuvieron de comprar acciones. Al final, el gobierno «respaldo» el capital con derechos ficticios, lo que convirtió al banco en una institución estatal. Al principio, en el mercado de divisas se temía con razón que el proyecto bancario degenerara como en experiencias anteriores, pero había un par de cláusulas que pretendían impedir un resultado de ese tipo ³⁷.

En primer lugar, en un intento de separar las funciones de la banca comercial de las finanzas del Estado, el proyecto limitaba rigurosamente la cantidad de crédito que podía concederse al Tesoro Nacional. El Banco de la Nación «no podrá prestar dinero a ninguno de los poderes públicos o municipios, salvo al gobierno nacional, cuyo crédito con el banco no deberá superar los dos millones de pesos (Artículo 12) y el banco «no utilizará los depósitos para financiar los préstamos públicos» (Artículo 14).

En segundo lugar, se impusieron unos requisitos mínimos de reservas para

³⁶ MH, 1891, anexo 15, «Contrato General para la emisión de una suma de pesos 75.000.000», pp. 43-60.

³⁷ Para hacerse una idea del clima del mercado y de las reacciones al proyecto, merece la pena recoger aquí las citas de la revista semanal *The Economist*: «... El nuevo Banco de la Nación Argentina abrirá sus puertas el día 9 (de diciembre). Sus 50 millones de billetes inconvertibles entrarán rápidamente en circulación, ya que la disposición según la cual deben emitirse en series de diez millones no es más que un subterfugio, y el resultado económico inevitable es que habrá una batalla entre las monedas y el papel inconvertible y depreciado. El oro importado se irá más deprisa que vino y nuestra moneda se encontrará en una situación más difícil que nunca...», 28 de noviembre de 1891, p. 1523.

impedir la creación de dinero relacionada con una expansión excesiva del crédito. Inicialmente, el banco debía mantener un mínimo de un 25 por ciento de sus depósitos totales en reservas y en junio de 1892 se dictó un decreto por el que debía depositarse en la Caja de Conversión un fondo garantizado adicional equivalente a un 75 por ciento de los depósitos privados ³⁸.

En suma, a mediados de 1891 el conjunto de medidas adoptadas había desmantelado los frentes fiscal y monetario: se había llevado a cabo una reforma tributaria, un ajuste draconiano en el sistema bancario con la liquidación del Banco Nacional y del Banco de la Provincia de Buenos Aires, el establecimiento de un órgano independiente para controlar la base monetaria y la renegociación de la deuda exterior.

Los déficits, el dinero, los precios y el nivel de actividad económica durante los años de la desinflación

Las cifras del cuadro 7 muestran que la situación de la hacienda pública mejoró significativamente entre 1892 y 1894. El gobierno hizo progresos en la consecución de un presupuesto fiscal equilibrado e incluso consiguió un pequeño superávit presupuestario en 1893. La subida de los impuestos y la clara mejora del valor de los ingresos fiscales en oro fueron mucho más importantes para el ajuste fiscal que el recorte de los gastos fiscales. Sin embargo, el objetivo de separar el control de la cantidad de dinero de la situación de la hacienda pública volvió a verse amenazado en 1895-1898 cuando la inminente posibilidad de que estallara una guerra con la vecina República de Chile (como consecuencia de los conflictos fronterizos y territoriales en la región sureña de Patagonia) provocó un espectacular incremento de los gastos militares. Sin embargo, la confianza volvió en parte a los mercados de capitales y los renacientes déficits presupuestarios de 1895-1898 se financiaron enteramente con deuda interior y préstamos exteriores a corto plazo y no con la creación de papel moneda.

Las cifras de la primera columna del cuadro 8 indican que la base monetaria aumentó un 7,7 por ciento en 1892 y un 8,9 por ciento en 1893, pero disminuyó sistemáticamente desde 1893 hasta 1899 a una tasa (compuesta) media de 0,9 por ciento al año.

³⁸ Para el estatuto del Banco de la Nación, véase E. Tornquist (1919), pp. 311-312. Para el decreto de junio de 1892, véase Banco de la Nación Argentina, B. A., Memorias y balance general del ejercicio 1891-1892, p. 3.

CUADRO 7
Indicadores fiscales clave 1891-1899

Año	Rendimientos del impuesto sobre el consumo en MM de pesos papel (1)	Ingresos fiscales en MM de pesos oro (2)	Millones de pesos-papel					Millones de pesos-papel (7)
			Ingresos fiscales (3)	Gastos fiscales (4)	Déficit fiscal corregido (5)	Déficit primario (6)		
1891	2,6	20,2	75,5	127,7	52,2	52,2	8,8	
1892	4,1	33,7	110,9	128,0	17,1	17,1	-15,7	
1893	6,8	38,5	124,7	122,2	-2,2	-2,2	-30,7	
1894	7,0	34,0	121,7	142,9	21,2	4,4	-35,7	
1895	7,6	38,2	131,4	165,8	34,4	19,8	-16,7	
1896	13,6	43,6	129,1	179,1	50,0	41,2	4,6	
1897	20,7	51,5	149,9	178,3	28,4	15,7	-17,2	
1898	21,2	53,2	136,7	206,4	69,7	69,7	38,8	
1899	34,3	72,9	164,0	173,0	9,0	9,3	-48,9	

FUENTES Y NOTAS:

Las columnas 1 a 7 proceden de GDP (1988), cuadros 34, 35 y 36, apéndice D.

En el caso del periodo 1894-1897, los intereses de la deuda, según el acuerdo de Romero, se han estimado de la manera siguiente. Se ha aplicado un 6 por ciento en concepto de intereses más amortización a la cantidad pendiente de deuda interior denominada en pesos-papel; un 4,5 por ciento a la deuda interior denominada en moneda fuerte, sin incluir los bonos en oro relacionados con la ley de bancos garantidos. Los intereses de la deuda exterior ascendían a 1,6 millones de libras británicas según el acuerdo más 1 millón de pesos-oro en concepto de pago por los bonos exteriores solventes no incluidos en el acuerdo. Este ajuste explica la diferencia entre las columnas 5 y 6.

El incremento de la base monetaria no aumentó la liquidez en el mercado monetario, ya que los requisitos legales de reservas del Banco de la Nación y los deseos de los bancos privados de acumular reservas tras la crisis produjeron un efecto compensatorio en la oferta monetaria a través del multiplicador del dinero (cuadro 9). La oferta monetaria nominal aumentó secularmente durante el periodo 1892-1899 a una tasa anual media de crecimiento de 2,6 por ciento, aumento modesto en comparación con la tasa de 1,1 por ciento que experimentó durante los años de expansión de la década de 1880. El índice de velocidad-renta, que se obtiene dividiendo el índice de producción real por la cantidad de dinero a precios de 1886, mostró una conducta algo caprichosa durante todo el periodo deflacionista. Sin embargo, los datos de ese periodo sugieren que pueden observarse tres pautas distintas; en primer lugar, un pe-

CUADRO 8

Base monetaria, oferta monetaria, nivel de precios, tipo de cambio, velocidad del dinero y nivel de actividad, 1891-1899

Año	En MM de pesos papel		Nivel de precios (1886 = 100) (3)	Tipo de cambio entre el papel y el oro (4)	Producción real en MM de pesos de 1950 (5)	Velocidad del dinero Var 1 (6)	Semisuma de las exportaciones y las importaciones en MM de pesos- oro (7)	Velocidad del dinero Var 2 (1891 = 100) (8)
	Base monetaria (1)	Oferta monetaria (2)						
1891	261,4	417,3	252,7	3,74	6,535	3,08	89,1	100,0
1892	281,6	387,0	201,3	3,29	7,113	2,88	107,9	114,8
1893	306,7	415,4	188,8	3,24	7,466	2,64	112,7	110,1
1894	298,7	419,3	184,8	3,58	8,040	2,76	118,8	127,0
1895	296,7	435,4	220,5	3,44	8,093	3,19	134,5	133,1
1896	295,2	437,0	187,2	2,96	8,768	2,93	143,6	121,8
1897	292,7	439,9	194,1	2,91	8,198	2,82	123,6	103,0
1898	292,1	442,6	187,0	2,57	8,888	2,93	158,8	115,4
1899	291,3	463,1	161,1	2,25	9,666	2,62	183,6	111,7

NOTAS Y FUENTES por columnas:

(1)-(6) Como en GDP (1988), cuadro 37, apéndice D.

(7) El valor de las exportaciones y las importaciones es el mismo que se indica en las columnas 7 y 10 del cuadro 37.

(8) La variante 2 de la velocidad es la semisuma de las exportaciones y las importaciones multiplicada por el tipo de cambio entre el papel y el oro y dividida por la oferta monetaria.

río de profunda disminución de la velocidad del dinero en 1893 y, tras un ajuste al alza en 1894 y 1895, un periodo de velocidad casi constante (con una leve tendencia descendente al final del periodo). La evolución de la velocidad es reproducida por un indicador alternativo que presentamos en la columna (8) del cuadro 8 y que es el cociente entre la semi-suma del valor de las exportaciones y las importaciones en pesos-oro —utilizada como variable aproximada de la actividad económica en lugar del índice de producción real— y la oferta monetaria medida en pesos-oro. El cambio de evolución de 1892 se debe a la espectacular recuperación del nivel de importaciones, que pasó de 67 millones de pesos-oro en 1891 a 91 millones en 1892.

CUADRO 9

Coefficientes monetarios clave 1891-1899

<i>Final del año</i>	<i>Cociente efectivo-dinero</i> (1)	<i>Coefficiente de reservas</i> (2)	<i>Reservas del banco de la nación</i> (3)	<i>Reservas de otros bancos</i> (4)	<i>Multiplicador del dinero</i> (5)
1891	0,50	0,26	0,03	0,36	1,59
1892	0,49	0,47	0,58	0,45	1,37
1893	0,45	0,53	0,89	0,42	1,35
1894	0,41	0,51	0,84	0,41	1,40
1895	0,38	0,48	0,79	0,40	1,47
1896	0,38	0,48	0,66	0,43	1,48
1897	0,38	0,46	0,66	0,41	1,50
1898	0,36	0,47	0,70	0,40	1,52
1899	0,35	0,43	0,62	0,38	1,59

NOTAS Y FUENTES: GDP (1988)

- (1)-(2) proceden de las columnas 1 y 2 del cuadro 31, apéndice C.
- (3) procede de la columna 1 del cuadro 28, apéndice C.
- (4) las cifras subyacentes se encuentran en los cuadros 26 a 29, apéndice C.
- (5) procede de la columna 3, cuadro 31, apéndice C.

Al adoptarse una política restrictiva en relación con la base monetaria, al estar en calma el sistema financiero interior y al reanudarse el crecimiento económico, la velocidad-renta del dinero no pudo más que permanecer constante o incluso disminuir con una prolongada deflación del tipo de cambio entre el papel y el oro y de los precios interiores.

El efecto del cambio del sistema monetario (reflejado en la revalorización del peso-papel) se vio reforzado por la situación macroeconómica mundial. En 1892, al estabilizarse las expectativas y recuperarse rápidamente el nivel de actividad económica, reforzado por la tensa situación de los mercados agrícolas internacionales, aumentó la cantidad demandada de dinero, a la que acabó dándose acomodo con una disminución de los precios interiores de un 20,6 por ciento.

Pero se trató de un breve respiro, ya que tras un periodo de relativa estabilidad de los precios y de las finanzas comprendido entre 1885 y 1891, la crisis de Baring se vio seguida de dificultades financieras y comerciales internacionales. En los años 1892-1894 tocó fondo la llamada Gran Depresión de 1870-1895. Los precios mundiales de los bienes y servicios expresados en oro bajaron a tasas sin precedentes y una interminable serie de pánicos financieros —el más importante de los cuales fue el pánico bancario americano de 1893 provocado por el temor a que Estados Unidos abandonara pronto el patrón oro presionado por los intereses de la plata— redujeron el movimiento internacional de bienes, capital y trabajo ³⁹.

La situación deflacionista mundial se transmitió a la economía argentina por medio del arbitraje de las mercancías y, entre 1891 y 1894, los precios interiores bajaron a una tasa anual media de 9,3 por ciento, mientras que el tipo de cambio sólo se apreció, en promedio, un 3,1 por ciento.

El panorama macroeconómico internacional cambió radicalmente en 1895 cuando la liquidez monetaria de los países centrales del patrón oro aumentó como consecuencia del significativo incremento de la cantidad mundial de oro, provocada por los nuevos descubrimientos de minas de oro y por los avances tecnológicos logrados en el proceso de extracción del oro. A partir de ese año, Argentina importó la inflación exterior: entre 1894 y 1899 los precios interiores bajaron un 12,8 por ciento, a pesar de la apreciación acumulada del peso-papel de 37,1 por ciento.

En suma, las autoridades monetarias consiguieron estabilizar la base monetaria en una cantidad fija y dejaron que el precio del peso-papel expresado en oro fuera fijado por las fuerzas del mercado. Como consecuencia de esta rigurosa regla de crecimiento monetario y de la deflación posterior de los precios interiores, el tema de la posible vuelta al oro que llevaba debatiéndose varios años adoptó una forma clara en 1898 y fue debatido acaloradamente en el Congreso. Se consideraba, en general, que las fluctuaciones del valor del peso-

³⁹ M. Friedman y A. Schwartz (1963), capítulo 3: pp. 89-134.

papel eran un factor perturbador para la planificación económica y la firma de contratos a largo plazo. El debate de economía política giró en torno a la conveniencia de mantener la conversión al tipo de cambio vigente en el mercado o restablecer el patrón oro a la paridad de 1881.

Los sectores urbanos y los intereses comerciales defendían la idea ortodoxa de la conversión a la par, mientras que los productores de productos agrícolas exportables y de bienes manufacturados interiores eran partidarios de la conversión a un elevado tipo de cambio entre el papel y el oro porque, a su juicio, de continuar la deflación, seguiría disminuyendo la rentabilidad de sus industrias ⁴⁰.

Las cifras de la columna (1) del cuadro 10 muestran el índice de rentabilidad de las exportaciones medido por medio del tipo de cambio entre el papel y el oro, multiplicado por el cociente entre el precio exterior de las exportaciones y los salarios monetarios rurales. Los salarios monetarios rurales se utilizan como variable aproximada de la evolución de los costes variables de producción del sector de exportación. Así, por ejemplo, un descenso (aumento) del índice indica que el margen de beneficio de las exportaciones disminuye (aumenta). Las cifras de las columnas (2) y (3) inducen a pensar que la depresión mundial de 1892-1894 fue la causa principal de la disminución del índice de rentabilidad. En la segunda mitad de la década, la tendencia de este índice no está clara: las fuerzas monetarias provocaron una apreciación del peso, pero el efecto negativo que ésta produjo en los beneficios se vio neutralizado por una rápida recuperación de los precios agrícolas mundiales.

La columna (4) contiene un índice, elaborado por R. Cortés Conde ⁴¹, que mide los salarios monetarios urbanos deflactados por medio de los precios de los alimentos; en la columna (5) se han deflactado los salarios urbanos por los precios al por mayor que hemos elaborado. Es evidente que los salarios reales urbanos subieron ininterrumpidamente a partir de 1895, pero es posible que también en este caso las fuerzas reales que mejoraron significativamente la productividad marginal del trabajo desempeñaran un importante papel, además de la deflación monetaria. Una subida del precio relativo de los servicios salariales y una disminución relativa de la rentabilidad de las exportaciones pueden deberse simplemente a una mejora de las condiciones económicas de este país recién colonizado. Es bastante dudoso que un mero cambio del sistema de tipos de cambio nominales produjera un prolongado efecto duradero en los valores de equilibrio de estas variables reales.

⁴⁰ H. J. Cuccorese (1966), pp. 73-82.

⁴¹ R. Cortés Conde (1979).

CUADRO 10

Tipos de interés, precios, rentabilidad de las exportaciones y salarios reales urbanos 1891-1899

Año	Índice de beneficios de las exportaciones (1891 = 100) (1)	Variación porcentual. Relación de intercambio (2)	Variación porcentual. Precios británicos (3)	Precios de los alimentos (4)	Salarios urbanos deflactados por medio de los precios al por mayor (5)	Rendimiento de los bonos interiores (6)	Tasa de inflación interior (7)
1891	100,0	19,7	3,5	100,0	100,0	10,28	56,2
1892	83,5	-8,6	-5,4	116,9	128,6	9,15	-20,6
1893	n.a.	-7,0	-1,7	114,5	121,4	8,73	-6,0
1894	77,1	-11,1	-5,9	108,4	139,2	8,94	-2,1
1895	146,8	52,2	-3,0	97,6	119,6	8,28	19,5
1896	72,9	-3,3	-2,8	104,8	164,3	7,74	-15,4
1897	76,1	10,0	2,2	147,0	196,4	7,78	3,7
1898	88,5	12,3	3,5	201,2	230,3	7,87	-3,6
1899	67,9	-9,0	-1,1	238,5	262,5	7,89	-13,9

NOTAS Y FUENTES por columnas:

Base de datos procedente de GDP (1988).

(1) El índice de rentabilidad de las exportaciones es el precio internacional implícito de las exportaciones multiplicado por el tipo de cambio entre el papel y el oro dividido por el salario rural nominal. El salario rural nominal procede de Cortés Conde (1979), p. 228.

(2) La relación real de intercambio de Argentina procede de la columna 5 del cuadro 37.

(3) Índice de precios del Board of Trade del Reino Unido, procedente de Mitchell (1971), p. 476.

(4)-(5) Los salarios urbanos nominales y los precios de los alimentos proceden de Cortés Conde (1979), pp. 230 y 226, respectivamente. Los precios al por mayor proceden de la columna 4 del cuadro 37.

(6) El rendimiento de un bono interior procede de la columna 2 del cuadro 33.

(7) La tasa de variación del índice de precios al por mayor.

Un argumento más convincente en contra del mantenimiento de la política monetaria deflacionista es el problema del tipo de interés real. La conducta de los tipos de interés es un hecho que, no deja de ser curioso, no ha sido objeto de atención alguna en la literatura anterior. El tipo de interés nominal, representado por el rendimiento de un bono interior a largo plazo y mostrado en el cuadro 10, presentó una clara tendencia descendente durante todo el periodo. Entretanto, los precios interiores bajaron a un ritmo más rápido, produciendo un sistema de tipos de interés reales muy altos. Las cifras muestran que los tipos de interés reales positivos se mantuvieron y continuaron subiendo en 1898 y 1899. En este sentido, la adopción de una política monetaria más expansiva (es decir, la redención al tipo de cambio vigente entre el papel y el oro) parecía un curso de acción más apropiado.

En descargo de la política monetaria restrictiva adoptada después de 1893 y vigente hasta finales de siglo, hay que preguntarse qué otras posibilidades tenían entonces las autoridades monetarias.

Es posible que la primera fuese buscar la conversión en 1893 devaluando el peso-papel, como sugirieron Pellegrini y Romero. Sin embargo, para poner en práctica la convertibilidad, el gobierno necesitaba un cuantioso préstamo exterior a fin de respaldar el papel moneda en circulación con oro. Es difícil creer que ese préstamo, que habría puesto metálico en manos del Tesoro, podría haberse obtenido en los centros financieros internacionales después de la catastrófica experiencia del sistema bancario nacional y sobre todo durante la grave fase descendente del ciclo económico internacional ⁴².

Es posible que la segunda opción fuera mantener el sistema de inconvertibilidad y elegir una regla de mayor crecimiento monetario que tuviera en cuenta mejor las necesidades de una economía en expansión para evitar la prolongada deflación. Según la teoría monetaria actual, este curso de acción habría representado una regla monetaria óptima consciente, en el sentido de crear un clima de estabilidad de los precios sólo en el caso de que (a) el gobierno tuviera la información relevante y los conocimientos técnicos necesarios para saber a qué ritmo había que inyectar dinero en la economía, y (b) si los agentes económicos interpretaran correctamente las intenciones del gobierno para evitar simplemente la deflación y no percibieran el aumento de la oferta monetaria como una señal de que se avecinaba una nueva inflación. Una vez más, es impensable el diseño consciente de una política monetaria de ese tipo en un sistema de tipos de cambio flexibles en un periodo en el que

⁴² El préstamo consolidado de 1891 se concedió para evitar una grave convulsión del mercado de valores de Londres y no para reabastecer las reservas metálicas del Tesoro argentino.

predominaban las ideas convencionales sobre el diseño de medidas monetarias ligadas al patrón oro y en el que las doctrinas económicas de moda prescribían principalmente la vuelta al oro a la par.

VI. EL MECANISMO DE AJUSTE DURANTE LOS AÑOS EN QUE HUBO UN PATRÓN DE CAMBIO-ORO (1899-1913)

Los años en que hubo un patrón oro, 1900-1913, son notables por el acusado aumento de la producción real argentina y la baja inflación de los precios interiores, reflejo del rápido aumento de la oferta monetaria total durante la llamada «Edad de Oro» de 1902-1912 (véase el cuadro 11). Para el estudioso de la historia monetaria argentina, el periodo en que Argentina tuvo un patrón oro es un periodo sin novedades, en el sentido de que las grandes fluctuaciones de la cantidad de billetes inconvertibles y del tipo de cambio entre el papel y el oro se eliminaron como fuentes independientes de las perturbaciones económicas.

Desde noviembre de 1899 y hasta el estallido de la Primera Guerra Mundial, la Caja de Conversión se mostró dispuesta a cambiar automáticamente pesos-papel por oro, y viceversa, a la vista y a un tipo de cambio fijo de 2,27 pesos-papel por cada peso-oro. Las cifras de las columnas (2) y (3) del cuadro 11 muestran que el mecanismo de emisión automática fue seguido estrictamente por las autoridades monetarias: todos los años el aumento de la base monetaria era respaldado al 100 por ciento por la entrada de reservas de oro en la Caja de Conversión. Adoptando un patrón de cambio-oro, renunció a controlar la cantidad de dinero que pasó a ser determinada endógenamente en el mercado de dinero. Un supuesto fundamental en que se basa la idea de que en un patrón de cambio-oro las entradas de oro constituyen un vehículo para restablecer el equilibrio en el mercado de dinero por medio de un ajuste de la oferta monetaria —en lugar de ejercer una influencia independiente en otras variables macroeconómicas— es que los precios y los tipos de interés son determinados internacionalmente en los mercados mundiales.

Los resultados característicos de los tests de la paridad del poder adquisitivo han confirmado básicamente la idea de que Argentina estaba razonablemente bien integrada en el mercado internacional de bienes durante el patrón oro internacional.

Las regresiones del índice de precios de Argentina con respecto al tipo de

CUADRO 11
Dinero, producto interior, monetización y presupuesto fiscal 1900-1913

Año	En MM de pesos-papel				Nivel de precios interior (1886 = 100) (5)	Producto interior bruto en MM de pesos de 1950 (6)	En porcentaje		
	Base monetaria (1)	Reservas de oro de la Caja de Conversión (2)	Oferta monetaria (3)	Multiplicador del dinero interior (4)			Velocidad del dinero (7)	Déficit fiscal (8)	Déficit fiscal/PIB (9)
1900	295	0,0	481,6	1,63	182	9.430	2,78	5,1	0,6
1901	296	0,0	472,3	1,60	159	10.220	2,68	5,6	0,7
1902	296	0,0	498,0	1,68	175	10.020	2,74	27,7	3,2
1903	380	86,7	640,3	1,69	165	11.450	2,30	3,8	0,4
1904	407	114,2	760,5	1,87	169	12.670	2,19	3,5	0,4
1905	498	204,8	943,5	1,89	184	14.350	2,18	0,0	0,0
1906	526	233,1	972,1	1,85	195	15.070	2,36	2,0	0,2
1907	531	238,6	981,4	1,85	201	15.390	2,46	1,0	0,1
1908	581	287,6	1.121,3	1,93	193	16.900	2,27	-0,8	-0,1
1909	685	391,6	1.390,0	2,03	210	17.730	2,09	26,5	2,5
1910	715	422,2	1.580,2	2,21	227	19.020	2,13	33,9	3,0
1911	722	429,0	1.634,5	2,26	226	19.370	2,09	33,9	3,1
1912	799	506,0	1.774,7	2,22	231	20.950	2,13	17,6	1,6
1913	823	529,4	1.673,4	2,03	232	21.150	2,29	16,2	1,5

NOTAS Y FUENTES:

GDP (1988).

(1) La base monetaria procede de la columna 1 del cuadro 37, apéndice D.

(2) Las reservas de oro de la Caja de Conversión son las cifras de la columna 7 del cuadro 32 convertidas a pesos-papel por medio del tipo de cambio entre el papel y el oro.

(3) La oferta monetaria procede de la columna 2 del cuadro 37, apéndice D.

(4) El multiplicador del dinero procede de la columna 3 del cuadro 31, apéndice C.

(5), (6) (7) proceden de las columnas 4, 6 y 7, respectivamente, del cuadro 37, apéndice D.

(8) Déficit fiscal (procedente de la columna 7 del cuadro 36) dividido por los ingresos fiscales (procedentes de la columna 5 del cuadro 36).

(9) Déficit fiscal deflactado por el índice de precios al por mayor dividido por el producto interior bruto.

cambio entre el papel y el oro y los precios del Reino Unido correspondientes al periodo 1884-1913 son (todas las variables están expresadas en logaritmos y las cifras entre paréntesis son los errores típicos):

$$p(t) = -0,59 + 0,95 \cdot e(t) + 1,08 \cdot p^*(t)$$

(1,64) (0,09) (0,34)

$$R^2 = 0,95 \quad \text{Durbin-Watson} = 2,06$$

$$p(t) = -0,03 + 0,95 \cdot \ln[E(t) \cdot P^*(t)]$$

(0,49) (0,09)

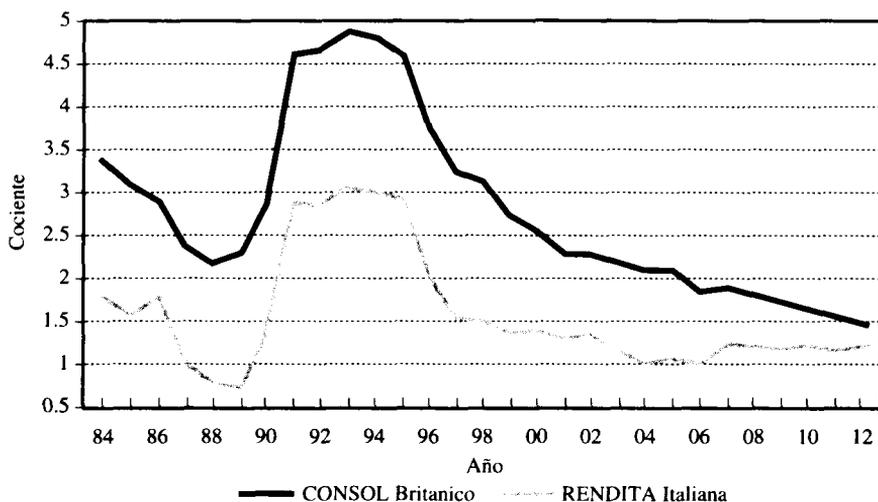
$$R^2 = 0,94 \quad \text{Durbin-Watson} = 2,10$$

Además del arbitraje existente en los mercados internacionales de bienes primarios, recuérdese que Argentina se convirtió en un considerable deudor internacional a largo plazo en la segunda mitad del siglo XIX. La figura 5, que representa la diferencia anual entre los rendimientos argentinos y los europeos, muestra que el rendimiento exigido para tener un bono argentino exterior siempre era más alto que el de un bono europeo a largo plazo. Por lo que se refiere al periodo 1884-1913, el tipo argentino a largo plazo fue, en promedio, 2,8 puntos porcentuales más alto que el del Reino Unido y 1,5 más que el de Italia. Sin embargo, el gráfico muestra que la magnitud y la evolución de la diferencia sufrió cambios notables en los distintos subperiodos analizados. Por ejemplo, siempre que los mercados financieros percibían que el gobierno argentino no estaba siguiendo una política fiscal y monetaria prudente, la bolsa londinense clasificaba los instrumentos de deuda argentinos como activos de alto riesgo, a pesar de la garantía explícita del Estado. Entre 1889 y 1894, el brusco aumento de la prima de riesgo estuvo relacionado esencialmente con la crisis de Baring; el «recargo» de rendimiento que llevaban los bonos exteriores argentinos (que no eran bonos en mora) ascendía a 4 ó 5 puntos en el mercado londinense. Desde 1895, el temor a que Argentina se negara a cumplir sus compromisos contraídos con la deuda exterior se disiparon y la diferencia entre el rendimiento a largo plazo argentino y el europeo disminuyó bruscamente hasta 1900, alcanzando un bajo nivel estable durante los años del patrón oro (mostrando, sin embargo, una tendencia descendente en relación con el *consol* británico).

La figura 5 confirma el hecho de que el brusco descenso de la diferencia que se registró entre 1895 y 1899 se debió enteramente a las variaciones de los

FIGURA 5

*Diferencia entre el rendimiento del consol británico
y la rendita italiana, 1884-1913*



rendimientos de los bonos exteriores argentinos. A partir de 1902 se registró una clara convergencia del rendimiento de los bonos interiores y el tipo de interés exterior (el rendimiento de los bonos exteriores). Cuando disminuyeron el tipo de cambio y el riesgo de incumplimiento de los bonos del Estado, los mercados de capitales volvieron a estar estrechamente relacionados; el tipo de interés argentino a largo plazo era casi igual al tipo de interés a largo plazo de los mercados internacionales de capitales.

Si se acepta esta evidencia preliminar en favor del arbitraje de los mercados de bienes y de capital, puede realizarse un sencillo test para analizar el funcionamiento del patrón de cambio-oro en Argentina durante los años 1904-1913. El experimento consiste en comparar la contribución real de la entrada de oro a las variaciones de la cantidad interior de dinero con los residuos de la variación de la demanda de dinero menos la cantidad de dinero generado por las fuentes interiores.

La función de demanda de dinero postulada establece que la demanda de dinero depende de la renta real y del nivel de los tipos de interés. El resultado de la regresión del logaritmo de la cantidad real de dinero con respecto al logaritmo de la renta real y el logaritmo de uno más el tipo de interés a largo

plazo correspondiente al periodo 1900-1913 es el siguiente (los errores típicos se encuentran entre paréntesis):

$$\ln(M/P) = -0,32 + 1,00 \cdot \ln(Y) - 8,86 \cdot \ln(1+i)$$

$$(1,62) \quad (0,14) \quad (4,12) \quad (1)$$

$$R^2 = 0,98 \quad \text{Durbin-Watson} = 1,58$$

En el caso del periodo 1902-1913, existe un tipo bancario interior a corto plazo; la estimación de la demanda de dinero basada en el tipo a corto plazo es:

$$\ln(M/P) = -3,72 + 1,30 \cdot \ln(y) - 5,34 \cdot \ln(1+i)$$

$$(2,27) \quad (0,05) \quad (1,23) \quad (2)$$

$$R^2 = 0,99 \quad \text{Durbin-Watson} = 1,66$$

Podríamos comparar el efecto real producido por los flujos metálicos en la cantidad interior de dinero con el efecto que predicen las demandas de dinero en (1) y (2) ⁴³. Las correlaciones entre los flujos de reservas predichos y los reales parecen confirmar la teoría monetaria de la balanza de pagos. Es decir, la demanda de dinero superior a la oferta suministrada por las fuentes interiores se satisface principalmente ajustándose el volumen de reservas de oro, lo que no es sino un reflejo de la situación de la balanza de pagos. La segunda ecuación predice mucho mejor la senda de las fuentes exteriores del crecimiento del dinero: el coeficiente de regresión de los flujos reales con respecto a los predichos es 0,81 con esa ecuación y 0,64 con la ecuación (1).

⁴³ La variación de las fuentes exteriores de la oferta monetaria es simplemente

$$\frac{S(t-1)}{MB(t-1)} \cdot \frac{dS(t)}{S(t-1)}$$

donde S es la cantidad de reservas de oro existente en la Caja de Conversión, MB es la base monetaria y el operador d representa la tasa absoluta de variación. La variación predicha de las fuentes exteriores es la variación de la demanda nominal de dinero menos la variación de las fuentes interiores de la oferta monetaria definidas de la siguiente manera:

$$\left[\frac{dM(t)}{M(t-1)} - \frac{S(t-1)}{MB(t-1)} \cdot \frac{dS(t)}{S(t-1)} \right]$$

donde M es la cantidad de dinero. La metodología es muy parecida a la que utilizan D. McCloskey y R. Zecher, (1976), pp. 357-385. para los resultados de Argentina, véase PIB (1988), pp. 122-131.

VII. DESDE LA PRIMERA GUERRA MUNDIAL HASTA LA GRAN DEPRESIÓN: LA BÚSQUEDA DE UN PATRÓN MONETARIO (1914-1930)

El 9 de agosto de 1914 se suspendió la convertibilidad del peso y el gobierno impidió la exportación de metálico de la Caja de Conversión. Desde entonces y hasta 1927, la Caja de Conversión actuó de una manera asimétrica: la base monetaria aumentaba automáticamente cuando aumentaban las reservas metálicas, pero no estaban permitidas las extracciones de oro, por lo que la cantidad de dinero era exógena. El cuadro 12 muestra que la base monetaria creció más de un 9 por ciento al año entre 1914 y 1919 y cerca de un 16 por ciento en 1920. El crecimiento que experimentó el dinero a principios de los años 20 se debió a un extraordinario incremento del precio exterior de las exportaciones⁴⁴ que mejoró la balanza comercial, además de las entradas de capital procedente de Europa. A pesar del crecimiento del dinero, el crecimiento del producto interior fue inferior a su nivel histórico: un 3 por ciento, en promedio, entre 1914 y 1920.

Argentina importó las presiones inflacionistas de los primeros años de la posguerra: en el periodo 1914-1920, los precios al por mayor subieron un 164 por ciento en el Reino Unido, un 91,6 por ciento en Estados Unidos y un 80 por ciento en Argentina⁴⁵. En la columna (5) del cuadro 12 mostramos el tipo de cambio equivalente de los pesos-papel expresados en pesos-oro. Definimos un tipo equivalente porque cuando se suspendió la convertibilidad, el peso-oro siguió cotizando oficialmente a 2,27 pesos-papel. Por lo tanto, el tipo de cambio equivalente es la valoración del oro en pesos-papel a través del arbitraje con el dólar americano⁴⁶. La ley de redescuento de 1914 tenía por objeto aislar el mercado de dinero de las perturbaciones negativas provocadas por la situación de la balanza de pagos. Se permitió al Banco de la Nación de propiedad estatal el redescuento de documentos presentados por otros bancos, los cuales, a su vez, podían depositarlo (con el consentimiento del Ejecutivo) en la Caja de Conversión a cambio de base monetaria, siempre que el respaldo en oro de la moneda no fuera inferior a un 40 por ciento. Basta comparar rápidamente las variaciones absolutas de la

⁴⁴ En 1914-1920, los precios exteriores de las exportaciones subieron un 86 por ciento. Véase Estadísticas de la evolución argentina (1986), p. 126.

⁴⁵ En el caso del Reino Unido y de Estados Unidos, las cifras proceden de Milton Friedman y Anna J. Schwartz (1982), pp. 120-138.

⁴⁶ Véase Harold Edwin Peters (1934), Baltimore, p. 55.

base monetaria con las variaciones de las reservas de oro para ver que a pesar de este mecanismo de redescuento, se respetaron las reglas «asimétricas» del juego.

CUADRO 12

Dinero, precios y tipos de interés (1814-1930)

Año	Base monetaria (1)	Reservas de oro (2)	Precios al por mayor (3)	Dinero real (4)	Tipo de cambio equivalente (5)	Tasa de crecimiento del PIB (6)	Tipo de interés (7)
1914	804	225	100,8	1.618	2,28	-10,4	7,94
1915	988	305	107,5	1.723	2,30	0,5	7,59
1916	1.013	317	122,5	1.666	2,27	-2,9	7,11
1917	1.013	317	152,0	1.554	2,20	-8,1	6,84
1918	1.154	379	166,0	1.904	2,16	18,3	6,33
1919	1.177	389	171,0	1.991	2,22	3,7	7,20
1920	1.363	471	180,0	2.114	2,45	7,3	7,79
1921	1.363	471	143,0	2.550	2,03	2,6	7,72
1922	1.363	471	129,0	2.955	2,67	8,0	7,70
1923	1.363	471	135,0	2.930	2,80	11,0	6,50
1924	1.320	452	144,0	2.787	2,81	7,8	6,49
1925	1.320	452	146,6	2.782	2,39	-0,4	7,40
1926	1.320	452	131,6	3.153	2,37	4,8	6,90
1927	1.378	478	129,3	3.390	2,27	7,1	6,90
1928	1.406	490	130,1	3.708	2,27	6,2	6,30
1929	1.247	420	126,3	3.770	2,30	4,6	6,90
1930	1.270	426	121,0	3.939	2,64	-4,1	7,20

NOTAS Y FUENTES:

(1) y (2) Las cifras, expresadas en millones de pesos-papel y en millones de pesos-oro, respectivamente, proceden de Anuario Geográfico Argentino (1914), pp. 420-430.

(3) Año base 1913 = 100. Las cifras proceden de Estadísticas de la Evolución Económica Argentina (1986). Documento inédito preparado por Roberto A. Domenech en Estudios Económicos, Córdoba.

(4) El dinero real es la oferta monetaria deflactada por el índice de precios al por mayor. Las cifras proceden de las fuentes de la columna (1) y la (3).

(5) El tipo de cambio equivalente es el tipo nominal teórico de los pesos-papel por peso-oro a través del arbitraje con el dólar americano. Las cifras proceden de las columnas (1) y (2), p. 430.

(6) Tasa de crecimiento del PIB en porcentaje. Las cifras proceden de Estadísticas de la Evolución Económica Argentina (1986), p. 159.

(7) El tipo de interés es la «tasa de descuento» de los bancos. Procede de Análisis Estadístico y Económico de algunas series Bancarias y Afines en el periodo 1901 a 1927 (1929), p. 38.

La «Belle Époque» argentina se desvaneció con la caída del Reino Unido como centro financiero y monetario mundial en 1921. En 1920-21, la libra británica perdió un 25 por ciento de su valor frente al dólar americano. Al mismo tiempo, las autoridades monetarias argentinas se preguntaron por qué el peso-papel, que estaba respaldado en un 80 por ciento por oro, sufrió en dos años una devaluación de un 40 por ciento frente al dólar americano. La respuesta a esa difícil pregunta tal vez dependa de que el sistema monetario argentino fuera característico de un patrón oro o meramente un sistema de tipo de cambio fijo establecido unilateralmente respecto a la libra británica.

Carlos Díaz Alejandro ⁴⁷ ha propuesto la idea de que Argentina sufrió antes de la Gran Depresión el llamado problema del comercio «trilateral»: el país experimentó grandes superávits por cuenta corriente con las renqueantes naciones europeas, pero déficits crónicos con la nueva potencia económica, Estados Unidos. En 1927, Argentina reanudó la convertibilidad, pero la bonanza prevista fue breve. En 1928, la base monetaria sólo aumentó un 2 por ciento; en 1929, la sangría exterior contribuyó a reducir la base monetaria en más de un 11,3 por ciento y las autoridades decidieron abandonar el patrón oro.

Aunque Argentina fue uno de los primeros países que abandonó el patrón oro al comienzo de la depresión, adoptó una actitud mucho más conservadora en relación con la devolución de su deuda internacional. El país fue el único gran deudor latinoamericano que pagó los intereses de su deuda exterior, con la única salvedad de que en 1931 pudo hacerlo utilizando casi el 60 por ciento de las reservas de oro que tenía la Caja de Conversión. El oro que respaldaba el efectivo disminuyó, pasando de un 80 por ciento en 1928 a un 45 por ciento en 1931 e inmediatamente el peso-papel sufrió una depreciación del 65 por ciento en relación con el dólar americano. Una vez más, Argentina tenía un sistema fiduciario que aguardaba la llegada de un nuevo y desafiante experimento monetario: el banco central.

BIBLIOGRAFÍA

- AGOTE, Pedro (1887): *Report on the Public Debt, Banking Institutions and Mint*, Buenos Aires, Stiller y Lass.
- ÁLVAREZ, J. (1929): *Temas de historia económica argentina*.
- BORDO, Michael D. (1984): «The Gold Standard: The Traditional Approach», en Michael D. BORDO y Anna J. SCHWARTZ (comps.), *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931*, Chicago, University of Chicago Press.

⁴⁷ Carlos Díaz Alejandro (1970).

- BORDO, M. D., y JONUNG, L. (1987): *The Longrun Behaviour of the Velocity of Circulation*, Cambridge, C.U.P.
- CEPAL (1958): *El desarrollo económico argentino*, Santiago de Chile.
- CORTÉS CONDE, Roberto (1989): *Dinero, deuda y crisis. Evolución fiscal y monetaria en la Argentina, 1862-1890*, Buenos Aires, Editorial Sudamericana.
- CUCORESE, H. J. (1966): *Historia económica financiera argentina*, Buenos Aires, El Ateneo.
- DELLA PAOLERA, Gerardo (1988): «How the Argentine Economy Performed During the International Gold Standard: A Reexamination», tesis doctoral inédita, University of Chicago.
- (1987): «Terms of Trade, Capital Flows and Policymaking in a Small Export Economy: An Introduction to the Case of Argentina», abril.
- (1983): «Hacia la crisis de 1866», manuscrito inédito, C.E.M.A.
- FERNS, H. S. (1979): *Gran Bretaña y Argentina en el siglo XIX*, Buenos Aires, Solar/Hachette.
- FORD, Alec, G. (1962): *The Gold Standard, 1880-1914: Britain and Argentina*, Oxford, Clarendon Press.
- FRIEDMAN, M., y A. J. SCHWARTZ (1982): *Monetary Trends in the United States and the United Kingdom*.
- (1963): *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton, Princeton U.P.
- KINDLEBERGER, C. P. (1984): *A Financial History of Western Europe*, Londres, George Allen and Unwin.
- MARTÍNEZ, A. B., y M. LEWANDOWSKY (1911): *The Argentine in the Twentieth Century*, Londres, T. Fisler Unwin.
- MITCHELL, B. R. (1971): *Abstract of British Historical Statistics*, Cambridge, C. U. P.
- MCCLOSKEY, D. N., y R. ZECHER (1976): «How the Gold Standard Worked, 1880-1913», en J. FRANKEL y H. JOHNSON, eds., *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, Londres, George Allen and Unwin.
- PETERS, H. E. (1934): *The Foreign Debt of the Argentine Republic*, Battimore, the Johns Hopkins Press.
- PINEIRO, N. (1921): *La moneda, el crédito y los bancos en Argentina* Buenos Aires, Ed. Jesús Menéndez.
- SABSAY, F. (): *La sociedad argentina: Argentina documental (1806-1912)*.
- SIMON, M. (1968): «The Pattern of New British Portfolio Foreign Investment, 1865-1915», en A. Hall, ed., *The Export of Capital from Britain, 1870-1914*, Londres, Methuen.
- TORNQUIST, E. (1919): *The Economic Development of the Argentine Republic in the Last Fifty Years*, Buenos Aires, Compañía Sudamericana de Billetes.
- VAZQUEZ PRESEDO, V. (1971): *Estadísticas Históricas Argentinas* Buenos Aires, Endeba.
- WILLIAMS, John H. (1969), *Argentine Trade under Inconvertible Paper Money*, Nueva York, Greenwood Press.

Traducción de Esther Rabasco y Luis Tobaría.